



**Universidade de Aveiro**  
**Ano 2014**

Instituto Superior de Contabilidade e Administração  
de Aveiro

**Cláudio Marques**  
**Nunes Gomes**

**As características dos gestores e as suas**  
**decisões: Evidência em PME's**





**Universidade de Aveiro**  
**Ano 2014**

Instituto Superior de Contabilidade e Administração  
de Aveiro

**Cláudio Marques  
Nunes Gomes**

**As características dos gestores e as suas  
decisões: Evidência em PME's**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade – Ramo Auditoria, realizada sob a orientação científica da Professora Mestre Carla Manuela da Assunção Fernandes, Equiparada a Professora Adjunta da Universidade de Aveiro.



## **O júri**

Presidente

**Professora Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo**

Professora Coordenadora S/ Agregação da Universidade de Aveiro

Arguente

**Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves**

Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

Orientadora

**Professora Mestre Carla Manuela da Assunção Fernandes**

Equiparada a Professora Adjunta da Universidade de Aveiro



## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais pela disponibilidade e apoio neste percurso complicado da minha vida académica. Agradeço a todos os meus amigos e familiares que sempre me apoiaram e contribuíram ao longo deste trajeto.

À minha orientadora, Mestre Carla Manuela da Assunção Fernandes, um agradecimento especial pela sua disponibilidade, atenção e orientação neste trabalho tão importante para mim.

Sem querer tirar a importância de todas as pessoas já mencionadas, não posso deixar de destacar o apoio, dedicação, incentivo e carinho da minha namorada para conseguir terminar esta minha etapa, sem ela tudo seria diferente.

Os agradecimentos são sempre poucos para todos os intervenientes deste meu percurso, mas todos eles, bons ou maus, foram importantes para alcançar este objetivo.

Obrigado!





## **Palavras-chave**

Finanças Comportamentais, Gestores, Aversão ao Risco, Otimismo, Aversão a Perdas, Atitudes.

## **Resumo**

O facto de os indivíduos serem diferentes influencia certamente a sua forma de vida pessoal e profissional, cada um tem a sua forma de raciocinar e interpretar a informação disponível. As diferenças que caracterizam os indivíduos também os levam a cometer erros, os quais podem ter implicações económicas. As finanças comportamentais estudam estes comportamentos atendendo especialmente aos que contrariam o pressuposto da racionalidade.

O objetivo desta dissertação é estudar características e comportamentos dos gestores, particularmente o otimismo, a aversão ao risco e a perdas, e a forma como estas características influenciam a maneira de agir ao nível da gestão da empresa, no contexto de uma amostra de PME's portuguesas.

Os nossos resultados mostram que, no geral, os gestores são avessos ao risco e que 28,6% são otimistas.

Relacionando características, constatamos que o otimismo dos gestores está negativamente relacionado com a aversão ao risco e positivamente relacionado com o crescimento do volume de negócios, e ainda que as empresas com gestores avessos ao risco evidenciam menor crescimento do volume de negócios.

No que diz respeito aos gestores otimistas do estudo, os indivíduos impacientes tendem a ser do sexo masculino, por outro lado, o gestor otimista ao ser do sexo masculino tende a que o seu plano anterior de carreira não tenha sido em finanças. Na mesma abordagem verificamos uma relação inversa entre a aversão ao risco, impaciência e volume de negócios superior à mediana.



## **Keywords**

Behavioral Corporate Finance, Managers, Risk-aversion, Optimism, Loss Aversion, Attitudes.

## **Abstract**

The differences between individuals influence their personal and professional life, everyone has their own form of think and interpret the available information. These differences also lead individuals to commit errors, which could have economic implications. Behavioral finance authors study some of these behaviors, particularly those that counter the rationality assumption.

The objective of this dissertation is analyzing individuals' characteristics and behaviors, namely, optimism, risk aversion and loss aversion, and their influences and actions, in a sample of Portuguese SME's.

In general, our results show that managers are risk averse and that 28.6% of them are optimistic.

By relate characteristics, we found that managers' optimism is negatively related to risk aversion and positively related to sales growth, and additionally, firms with risk-averse managers show lower sales growth.

Regarding to the optimistic managers, the impatient individuals tend to be male, and on the other hand, the male optimistic managers did not have their previous career in the finance area. In the same approach, we also noticed an inverse relationship between risk aversion and impatience and sales below the median.



# Índice

1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura.....	3
2.1. A Teoria Financeira Tradicional .....	3
2.2. Finanças Comportamentais .....	4
2.2.1 Emoções e Comportamentos do Gestor .....	6
2.2.1.1 Excesso de confiança .....	6
2.2.1.2 Otimismo .....	7
2.2.1.3 Aversão a perdas.....	9
2.2.1.4 Ancoragem e conservadorismo.....	10
2.2.1.5 Representatividade .....	11
2.2.2 Impacto das características e comportamentos do gestor nas decisões empresariais.....	12
2.2.2.1 No investimento .....	12
2.2.2.2 Na política de dividendos .....	13
2.2.2.3 Nas fusões e aquisições .....	13
2.2.2.4 Na estrutura de capital .....	14
3. Estudo Empírico .....	17
3.1. Problema e Objetivos da Investigação.....	17
3.2. Metodologia de Investigação .....	17
3.2.1. Descrição do questionário .....	18
3.2.2. Seleção da amostra e distribuição dos questionários .....	22
3.3. Resultados.....	24
3.3.1. Estatística Descritiva .....	24
3.3.2. Discussão dos Resultados Comportamentais.....	35
4. Conclusões.....	45
Referências Bibliográficas .....	47
Anexos .....	51



## Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Setor de Atividade .....	32
--------------------------------------	----

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Características Pessoais do Indivíduo.....	25
Tabela 2 – Características Profissionais do Indivíduo.....	26
Tabela 3 – Características da Empresa.....	29
Tabela 4 – Estrutura e Resultados da Empresa .....	31
Tabela 5 – Opções de Gestão.....	33
Tabela 6 – Estatística Descritiva das Características Pessoais e Comportamentais dos Indivíduos.....	36
Tabela 7 – Correlações entre Características das Empresas e dos Indivíduos.....	40
Tabela 8 – Estatística Descritiva dos Indivíduos Otimistas .....	41
Tabela 9 – Correlação do Indivíduo Otimista .....	42

## Índice de Anexos

Anexo I – Questionário .....	I
Anexo II - Comparação de percentagens de respostas de vários estudos .....	VII





## **Lista de siglas e acrónimos**

CAE – Código de Atividades Económicas

EUA – Estados Unidos da América

LOT-R – *Life Orientation Test-Revised*

NA – Não Aplicável

PME's – Pequenas e Médias Empresas

SPSS – Statistical Package for the Social Sciences

VAB – Valor Acrescentado Bruto

VAL – Valor Atualizado Líquido



## 1. Introdução

A sociedade evoluiu ao longo do tempo, tal como a economia e as suas ferramentas. O gestor racional toma as suas decisões de forma lógica e otimizada escolhendo sempre a melhor alternativa possível. Contudo, o gestor é humano e isso torna-o vulnerável a várias situações, tais como emocionais e comportamentais. O facto de os indivíduos serem diferentes influencia certamente a sua forma de vida e sobretudo de gestão, cada um tem a sua forma de raciocinar e interpretar a informação disponível. As diferenças que caracterizam os indivíduos também os levam a cometer erros, os quais podem ter implicações económicas. As finanças comportamentais estudam estes comportamentos atendendo especialmente aos que contrariam o pressuposto da racionalidade.

Um dos comportamentos que influencia a decisão dos gestores é o excesso de confiança, este comportamento leva as pessoas a sobrestimar o seu conhecimento, a subestimar o risco, e a exagerar a sua capacidade de controlar os acontecimentos. A euforia derivada de um acontecimento positivo relacionado ao sucesso pessoal e empresarial pode levar a um grau de excesso de confiança. Relacionado com comportamentos de excesso de confiança está o otimismo. Este último relaciona-se com o pensamento positivo e a crença de que os acontecimentos negativos apenas acontecem aos outros, ou seja, as pessoas acreditam que a sua vida será melhor que a das outras pessoas. Estes dois comportamentos influenciam a tomada de decisão, tal como outros, designadamente, a aversão a perdas, ancoragem, conservadorismo e representatividade.

A tomada de decisão dos gestores está ligada ao impacto que estes comportamentos têm no quotidiano empresarial, principalmente no investimento, na política de dividendos, nas fusões e aquisições e na estrutura de capital das empresas.

O objetivo desta dissertação é estudar certas características dos gestores e os comportamentos que possam advir destas, tais como, o otimismo e a aversão ao risco e a perdas. No entanto, entende-se que investigar características pessoais e comportamentais não é uma tarefa fácil e para isso adaptamos o estudo de Graham, Harvey, e Puri (2013) para a realidade empresarial portuguesa, nomeadamente para as PME's (Pequenas e Médias Empresas). Para atingirmos o objetivo do nosso estudo

utilizamos como amostra as 500 melhores PME's nacionais de 2012 transcritas na revista *Exame* e com os respetivos requisitos da mesma.

Os nossos resultados mostram que 28,6% são gestores otimistas. Por sua vez, os gestores nacionais evidenciam elevada aversão ao risco e a perdas. Relacionando características, constatamos que o otimismo dos gestores está negativamente relacionado com a aversão ao risco e positivamente relacionado com o crescimento do volume de negócios, e ainda que as empresas com gestores avessos ao risco e a perdas evidenciam menor crescimento do volume de negócios.

No que diz respeito aos gestores otimistas do estudo, os indivíduos impacientes tendem a ser do sexo masculino, por outro lado, o gestor otimista ao ser do sexo masculino tende a que o seu plano anterior de carreira não tenha sido em finanças. Na mesma abordagem verificamos uma relação inversa entre a aversão ao risco, impaciência e volume de negócios superior à mediana.

Esta dissertação está estruturada do seguinte modo, no próximo ponto é feita uma revisão de literatura onde são abordados diversos assuntos subjacentes ao tema desta dissertação, particularmente a teoria financeira tradicional, as finanças comportamentais, e dentro destas as emoções e comportamentos do gestor e seus impactos nas decisões empresariais. No terceiro ponto é apresentado o nosso estudo empírico, especificando, nomeadamente, o problema e objetivo da investigação, a metodologia utilizada, e os resultados. O último ponto sintetiza as principais conclusões desta investigação, e possíveis linhas de investigação futura.

## **2. Revisão da Literatura**

### **2.1. A Teoria Financeira Tradicional**

Um dos principais paradigmas da teoria económica é o da racionalidade dos agentes económicos, segundo o qual os agentes têm capacidade para aceder e processar toda a informação disponível e fazendo uso desta tomarem as suas decisões de forma não enviesada.

De acordo com Nelson e Quick (2007), a racionalidade refere-se a uma abordagem lógica para a tomada de decisão, com uma análise aprofundada das alternativas e das suas consequências. O modelo racional de tomada de decisão com origem na teoria económica tradicional afirma que o agente que toma a decisão é completamente racional na sua abordagem. Nelson e Quick (2007) realçam vários pressupostos importantes no modelo racional, tais como:

- O resultado será completamente racional;
- O agente que toma a decisão tem um sistema consistente de preferências, que é usado para escolher a melhor alternativa;
- Quem toma a decisão é conhecedor de todas as alternativas possíveis;
- A probabilidade de sucesso pode ser calculada para escolher a melhor alternativa na tomada de decisão.

Resumidamente, no modelo racional o agente esforça-se para otimizar as decisões, ou seja, seleciona a melhor alternativa possível.

Contudo, estes pressupostos do modelo racional não são totalmente realistas. Existem delineações de tempo, limites para o conhecimento humano e para as capacidades de processamento de informação. Além disso, os gestores têm preferências e as necessidades mudam com frequência. Portanto, este modelo é um ideal em que os gestores se baseiam para a tomada de decisão. O modelo tenta encontrar a melhor maneira para tomar a decisão, mas na verdade outros fatores terão que ser tidos em conta na tomada desta mesma decisão, como iremos ver nos pontos seguintes.

## 2.2. Finanças Comportamentais

De forma diferente da teoria tradicional, as finanças comportamentais admitem que os investidores/gestores não são totalmente racionais, ou que pelo menos algumas das suas decisões não se baseiam na racionalidade tradicional, e que as emoções e comportamentos podem ser relevantes nas finanças. Kahneman e Tversky (1979) referem o conceito da racionalidade limitada dos agentes criando o pensamento de *behavioral economics* entre os economistas. Reconhecendo as deficiências do modelo racional, Simon (1976)<sup>1</sup> sugeriu que há limites sobre a racionalidade do agente que toma a decisão. Este modelo baseia-se na ideia de que existem restrições que forçam a que uma decisão não seja tomada tendo em conta a total racionalidade.

O modelo da racionalidade limitada tem quatro pressupostos:

- Os gestores selecionam a primeira alternativa que é satisfatória;
- Os gestores reconhecem que a sua conceção do mundo é simples;
- Os gestores ficam confortáveis em tomar decisões sem avaliação de todas as alternativas;
- Os gestores tomam decisões tendo em conta as regras da heurística<sup>2</sup>.

De acordo com Simon (1976), o modelo de racionalidade limitada assume que os gestores selecionam a primeira alternativa que é “boa o suficiente”, porque os custos de otimização em termos de tempo e de esforço são muito grandes. Além disso, a teoria supõe que os gestores desenvolvem atalhos, chamadas heurísticas, para tomar decisões, a fim de preservar a sua atividade mental.

As heurísticas são regras tidas de ouro que permitem que os gestores tomem decisões com base em experiências anteriores ou com base em modelos simples, frequentemente imperfeitos.

O reconhecimento de *behavioral economics* ficou marcado, em 2002, com a entrega do Prémio Nobel da Economia a Daniel Kahneman e a Vernon Smith com trabalhos

---

<sup>1</sup>Simon recebeu o prémio Nobel da Economia em 1978 pelos seus trabalhos no âmbito da teoria da decisão, nomeadamente, o modelo da racionalidade limitada.

<sup>2</sup>A heurística é um método ou processo criado com o objetivo de encontrar soluções para um problema.

elaborados na área de Economia Comportamental, nomeadamente Tversky e Kahneman (1975) e V. L. Smith (1962). Quando aplicado aos mercados financeiros é geralmente designado por finanças comportamentais.

Dado que os indivíduos não raciocinam todos da mesma maneira, nem a informação é perfeita, as finanças comportamentais vão ao encontro de respostas que possam ultrapassar certas limitações das finanças tradicionais e destacam o comportamento dos agentes que atuam no mercado. Para Thaler e Barberis (2003), no ser humano é natural existirem desvios no seu comportamento racional e que devem ser incluídos na análise económica como uma dimensão natural dos modelos tradicionais, pois as evidências sugerem que os agentes são suscetíveis de cometer erros, como também os enviesamentos resultantes destes erros têm implicações económicas.

Assim, as finanças comportamentais criticam o pressuposto da racionalidade considerando os comportamentos e emoções bem como o papel que estas desempenham no contexto empresarial. Também a informação imperfeita e a racionalidade limitada constituem uma explicação realista do funcionamento dos mercados financeiros e originam maior risco nas transações e na tomada de decisão dos gestores (Kahneman e Tversky, 1979).

As finanças comportamentais tentam investigar o processo através do qual os agentes tomam as suas decisões, argumentando que para resolver situações em que estejam envolvidos, a tendência é utilizar regras simples para reduzir a complexidade destas situações.

Tendo em conta o que está referido anteriormente é crucial estudar algumas das emoções e comportamentos do gestor, no âmbito das finanças comportamentais, tais como o excesso de confiança, otimismo, aversão a perdas, ancoragem e conservadorismo, representatividade e os seus impactos nas decisões.

## **2.2.1 Emoções e Comportamentos do Gestor**

### **2.2.1.1 Excesso de confiança**

Um dos comportamentos que influencia a decisão dos gestores é o excesso de confiança, este comportamento leva as pessoas a sobrestimar o seu conhecimento, a subestimar o risco, e a exagerar a sua capacidade de controlar os acontecimentos.

A literatura em psicologia tem mostrado que os seres humanos tendem a acreditar que têm capacidades acima da média. Eles sobrestimam, assim, as suas capacidades e atribuem a si próprios mais aspetos positivos do que negativos (Taylor e Brown, 1988). Greenwald (1980) afirma que as pessoas tendem a ter crenças positivas irreais sobre si mesmos. Contudo, o simples facto de as pessoas se classificarem acima da média, pode não ser um indicativo de excesso de confiança, porque se tal não for constatado não se pode presumir que a população menos racional seja excessivamente confiante (Benoit e Dubra, 2009).

Tomar uma decisão racional requer mais do que conhecimento de factos, conceitos e relações, no entanto também requer uma compreensão dos limites do conhecimento humano. Infelizmente, os indivíduos têm a tendência a possuir um excesso de confiança enraizado nas suas capacidades e julgamentos. Esta compreensão dos limites do conhecimento não é reconhecido ou recompensado na prática, nem é incutido durante a educação formal, sendo que o excesso de confiança afeta a tomada de decisão do gestor. Embora o excesso de confiança possa distorcer a tomada de decisão, este pode servir de propósito durante a execução das decisões (Russo e Shoemaker, 1992).

O sentimento eufórico do “bem-estar” que normalmente segue o sucesso pessoal ou profissional, pode causar excesso de confiança. O sucesso é outra das causas psicológicas do excesso de confiança, se o gestor conseguir sucessos na sua vida pessoal e profissional, isso faz com que a sua confiança aumente e se descontraia nos próximos momentos de decisão. Porém, o gestor tem que ter consciência do problema que pode surgir, porque só se pode corrigir depois de o encontrar, e é por isso que a consciência individual é o fator mais importante na tomada de decisão (Russo e Shoemaker, 1992).

No estudo de Goel e Thakor (2002) cit. por Barros e Silveira (2008) verificou-se que a competição pela liderança induz os indivíduos a tomarem decisões mais arriscadas.



Neste panorama, os indivíduos excessivamente confiantes têm uma maior vantagem do que os seus pares racionais, tendo uma maior probabilidade de alcançar o cargo pretendido na empresa. Sendo assim, os gestores excessivamente confiantes não só podem resistir a um ambiente competitivo como podem sobressair entre os gestores racionais menos ousados.

Os gestores confiantes sobrestimam os retornos para os seus projetos de investimento, investindo excessivamente quando têm recursos internos abundantes, mas reduzindo quando necessitam de financiamento externo (Malmendier e Tate, 2005). Além de o gestor investir excessivamente quando possui recursos abundantes para tal, o excesso de confiança leva a que haja um excesso de otimismo nos resultados do investimento realizado, levando o gestor a efetuar estimativas demasiado otimistas. Isto induz a que os gestores com excesso de confiança sejam mais propensos a falhar nas suas previsões (Hribar e Yang, 2007).

Para o autor J. D. Frank (1935), as pessoas tendem a ficar mais confiantes quando estão envolvidas pessoalmente numa tarefa. Além disso, quando os indivíduos recebem um *feedback* de um resultado que se espera positivo, estes tendem a sobrestimar a sua contribuição pessoal e a sua capacidade para o sucesso alcançado do objetivo (Miller e Ross, 1975).

### **2.2.1.2 Otimismo**

O otimismo ou o chamado *optimistic bias* é normalmente descrito como um julgamento que leva os indivíduos a acreditarem que a probabilidade de viver acontecimentos positivos é superior à maioria das restantes pessoas, e ao mesmo tempo cultivarem a crença de que acontecimentos negativos apenas ocorrem aos outros, ou seja, as pessoas acreditam que o seu futuro será melhor e mais brilhante do que o de outras pessoas (Weinstein, 1980). Este viés está intrinsecamente relacionado com o excesso de confiança (Thaler e Sunstein, 2009). As pessoas sobrestimam a invulnerabilidade pessoal em relação aos riscos a que estão expostas e, por vezes, deixam de tomar precauções prudentes e sensatas. O otimismo ligado ao poder aumenta a tendência para o risco porque orienta as pessoas a prestarem maior atenção às gratificações proporcionadas pelos seus comportamentos de risco, em prejuízo dos perigos associados. O poder poderá fazer com que os indivíduos otimistas estimem um menor risco ao longo desses

comportamentos, ao mesmo tempo que consideram elevadas as probabilidades de saírem intactos, caso estes riscos se venham a revelar.

A sensação de ter poder poderá não influenciar claramente a percepção dos perigos, mas aumenta a propensão para o risco, porque o otimismo nestes indivíduos incita a que se tornem mais confiantes nas suas habilidades para lidar com os riscos que casualmente possam enfrentar e a apreciarem maiores possibilidades de obter os resultados pretendidos (Anderson e Galinsky, 2006).

Chang (2003) afirma que a qualidade de vida pode ser influída pelo nível de otimismo de um indivíduo.

Relativamente ao ambiente de trabalho, os indivíduos otimistas apresentam tendências para aplicar técnicas e formas de resolução de problemas, para lidar com tarefas rigorosas e causadoras de *stress* de forma mais eficiente e controlada do que os indivíduos que não evidenciam comportamentos de otimismo (Strutton e Lumpkin, 1992).

No contexto das finanças, e tal como afirma Heaton (2002), os gestores otimistas acreditam que o mercado de capitais subvaloriza os títulos com risco da sua empresa e que por isso projetos com valor líquido positivo devem ser financiados internamente. Os gestores que sobrevalorizam o potencial dos seus próprios projetos podem decidir investir em projetos que podem ter valor líquido negativo, mesmo quando eles não são favoráveis para os acionistas. O mesmo autor argumenta que o gestor otimista sobrestima sistematicamente a probabilidade de o desempenho futuro da empresa ser acima da média, subestimando a probabilidade de a empresa não atingir esse desempenho. No geral, as pessoas sentem-se mais otimistas nos casos em que acreditam que têm os acontecimentos controlados e podem ter uma contribuição significativa no resultado final, é a chamada *ilusão de controlo*. Tal como A. Smith (2006) refere, a possibilidade de ganhar no futuro está sobrevalorizado, enquanto a possibilidade de incorrer em perdas está subvalorizado.

No modelo desenvolvido por Heaton (2002), existe a evidência de que o gestor excessivamente otimista influencia as previsões de fluxos de caixa, exibindo uma preferência por financiamento interno ao contrário do financiamento externo, que traz custos muito elevados. Os gestores otimistas podem de facto ser gestores racionais em alguns casos, sendo que os gestores ao serem otimistas tendem a assumir riscos maiores que reduzem a sua utilidade esperada, simultaneamente, aumentando a

probabilidade de atingir o “objetivo” em que estão envolvidos. Isto significa que o risco é elevado mas a probabilidade de atingir algo é maior, se não arriscar, o objetivo com certeza não será atingido. Estudos a nível de finanças comportamentais revelam que as emoções influenciam o risco, sendo que os agentes económicos com sentimentos positivos têm menos aversão ao risco, considerando os seus investimentos menos arriscados e os resultados provenientes mais favoráveis.

### **2.2.1.3 Aversão a perdas**

A aversão a perdas é outro tipo de comportamento salientado pelas finanças comportamentais. O modelo tradicional de finanças considera o investidor/gestor um agente racional, sendo que este considera o risco em função da mudança que ele irá proporcionar no seu nível de riqueza total. A noção de aversão a perdas contraria este princípio. O modelo comportamental transmite a ideia de que o investidor/gestor analisa os ganhos e as perdas, mas não lhes atribui idêntico valor psicológico. Tversky e Kahneman (1974) entendem que os investidores/gestores sentem muito mais o sofrimento da perda do que a satisfação obtida com um ganho equivalente. Por exemplo, os agentes preferem não sofrer a dor da perda de 100 euros, mesmo que exista a probabilidade de ter o prazer de ganhar o mesmo montante, apesar de assumirem mais riscos perante perdas esperadas, e serem mais avessos ao risco perante ganhos esperados. Este facto vem contrariar conceitos económicos que afirmam exatamente o contrário, o indivíduo deve evidenciar a mesma atitude face ao risco perante ganhos e perante perdas. Muitas vezes é confundido o termo “aversão a perdas” com “aversão ao risco”, porém o sentimento de aversão a perda é tão intenso que se sobrepõe à aversão ao risco (Kahneman e Tversky, 1979). Uma outra questão que se pode relevar é o receio da perda fazer com que a pessoa tome decisões de forma irracional, e não ter em conta a informação disponível relevante, principalmente as probabilidades estatísticas. Por exemplo, investidores ao verem o preço das suas ações caírem no mercado, hesitam em vendê-las, esperando que no futuro elas possam voltar a subir, correndo riscos maiores. Tudo isso para evitar a sensação de perder dinheiro, quando venderem as ações por preços inferiores do que quando compraram (Araujo e Silva, 2007).

Existe outra particularidade do comportamento humano que está ligada à aversão à perda: o medo do arrependimento. Odean (1999) constata que é muito doloroso para os

investidores/gestores assumirem os seus erros, desta forma estes têm comportamentos que podem não proporcionar os melhores resultados.

Este medo de arrependimento explica porque muitos investidores preferem ceder a gestão do seu património ao invés de ser ele próprio a gerir, pois em caso de erro, podem atribuir a culpa à outra parte. Procurar um culpado pelos erros cometidos parece ser uma constante para muitos investidores, inclusive alguns considerados experientes.

Alguns autores exemplificam que certos indivíduos evitam vender ações por um preço inferior ao de compra, mantendo-os na sua carteira de investimentos por longos intervalos de tempo e comprometendo a sua liquidez conscientemente, deixando de realizar melhores opções de negócios nesse período devido ao medo de arrependimento. A vergonha ou constrangimento de informar de que se realizou um mau investimento faz com que alguns investidores do mercado apenas comprem ações de grandes empresas ou assumam posições sempre com a maioria do mercado (Silva, Corso, Silva e Oliveira, 2008).

#### **2.2.1.4 Ancoragem e conservadorismo**

A atitude associada ao termo ancoragem consiste na construção de estimativas por parte dos indivíduos a partir de um valor inicial ou âncora, influenciadas por crenças e informações prévias para a obtenção de um resultado. Esta situação faz com que os gestores fiquem ancorados às suas estimativas iniciais, concentrando-se de tal forma nelas, que não são capazes de verificar outros factos a não ser naquilo que interiorizaram, cometendo por várias vezes erros no processo de decisão (Tversky e Kahneman, 1974). As pessoas, no geral, tendem a ser relutantes em aceitar evidências que contrariam as suas crenças. Apesar disso, mesmo que se deparem com provas que vão contra essas crenças e pensamentos, observam-nas com alguma desconfiança, e por vezes compreendem de forma incorreta essas provas, fixando-se ainda mais nas suas crenças.

Este facto pode causar prejuízos no quotidiano do gestor, porque ao não atualizar as suas crenças e informações relativas ao mercado, o gestor pode ser levado a cometer vários erros, e conseqüentemente a acumular perdas (Silva, 2010).

Um outro conceito ligado ao de ancoragem é o conservadorismo. Assim como o indivíduo tende a ter dificuldades em analisar as informações adicionais, de forma semelhante, os gestores têm dificuldade em elaborar novas previsões sobre os resultados futuros da empresa, em função do aparecimento de nova informação relevante tal como refere Shefrin (2000) cit. por Kimura, Basso e Krauter (2006). Este mesmo autor afirma que os agentes, ao serem conservadores, não adaptam suficientemente as suas previsões para retratar nova informação, assim, tendem a ser surpreendidos pelos resultados que se vêm a verificar.

#### **2.2.1.5 Representatividade**

A análise de alguns problemas é por vezes simplificada sob influência da heurística da representatividade. Os indivíduos que apresentam este tipo de comportamento, normalmente consideram que a probabilidade de um acontecimento é a mesma independentemente do tamanho da amostra (Tversky e Kahneman, 1974). Neste âmbito, os indivíduos tendem a atribuir muita importância à informação mais recente, fundamentando-se em estereótipos previamente formados e não formulando um julgamento equilibrado.

Tal como afirma Bazerman (2002) cit. por Yoshinaga, Oliveira, Silveira e Barros (2008) os indivíduos tendem a ignorar informações objetivamente relevantes (medidas-base) ao estimar a probabilidade de um evento quando há outras informações descritivas fornecidas, mesmo quando estas não são relevantes para o problema. Desta forma, os agentes não têm em consideração o tamanho da amostra para validar a informação recolhida. De acordo com o estudo de Tversky e Kahneman (1974) é muito comum avaliar que a probabilidade de um certo acontecimento é a mesma, independentemente da dimensão da amostra. No contexto das finanças, se o mercado, no passado recente esteve em alta (ou em queda), existe a tendência dos indivíduos assumirem que o mesmo acontece no futuro próximo, apesar de em muitos casos existirem dados relevantes que mostram o contrário. Esta situação pode resultar em vendas num período de queda no mercado, ou seja, existirão vendas a preços baixos e compras durante períodos de alta, existindo aquisições a preços elevados (Viana, 2007).

### **2.2.2. Impacto das características e comportamentos do gestor nas decisões empresariais**

O processo de tomada de decisão não é simples e nem todos os indivíduos têm aptidão, personalidade ou perceção para as tomar racionalmente. A decisão pode ser fácil de tomar, mas não podemos afirmar com toda a certeza se as mesmas serão as mais adequadas. Portanto, importa ter em consideração as características e comportamentos de cada tomador de decisão em várias vertentes, tais como as que se apresentam nos pontos seguintes.

De acordo com Taylor e Brown (1988) o otimismo e o excesso de confiança estão estritamente relacionados e grande parte dos estudos centra-se nestes comportamentos analisando o seu impacto de forma conjunta, razão pela qual esta componente se centra nesta temática.

Nos pontos seguintes apresenta-se alguma evidência para o impacto do excesso de confiança, otimismo, aversão a perdas nas decisões de investimento, na política de dividendos, nas fusões e aquisições e na estrutura de capital.

#### **2.2.2.1 No investimento**

O gestor ao ser mais otimista será claramente mais investidor (Baker, Ruback e Wurgler, 2006), assim como o gestor com um maior excesso de confiança acredita que os investimentos parecem mais seguros do que realmente são, tendo políticas de investimento mais ativas. Assim, poderemos relacionar o facto do fluxo de caixa disponível e os lucros estarem estritamente relacionados com a política de investimento do gestor, nomeadamente quando a empresa necessita de financiamento, isto é, quando a empresa dispõe de pouco dinheiro para investir. Quando a empresa apresenta lucros o gestor otimista investe excessivamente utilizando os recursos atuais, em vez de desfrutarem dos benefícios associados à disponibilidade de fluxos de caixa (Baker *et al.*, 2006). Malmendier e Tate (2005) evidenciaram que quando os gestores manifestam otimismo, a suscetibilidade para o investimento utilizando recursos internos é mais elevada.

### **2.2.2.2 Na política de dividendos**

Após o apuramento de resultados as empresas estabelecem a política de distribuição de dividendos. Os gestores tendem a distribuir resultados com o objetivo de agradar os investidores, podendo muitas das vezes alterar a sua política de dividendos, indo ao encontro das preferências dos agentes que por vezes passa pela distribuição de dividendos em dinheiro assentando em aspetos comportamentais, designadamente por questões de autocontrolo da sua riqueza, e para precaver sentimentos de arrependimento e remorso tal como estudou Shefrin e Statman (1984) cit. por Leite (2011).

Se o gestor for mais otimista em relação aos fluxos de caixa futuros, a distribuição de dividendos será mais sustentável. Por outro lado, caso existam oportunidades futuras de investimento, será necessário recorrer a fontes de financiamento e poderá vir a ser mais relutante na distribuição de dividendos, retendo os mesmos para fundos internos (Baker *et al.*, 2006).

### **2.2.2.3 Nas fusões e aquisições**

Tal como afirma Ramirez, Bedacht e Quesada (2007) o segredo para o sucesso da maioria das aquisições não é o dinheiro, mas sim as pessoas, tal como na maioria das negociações não existe apenas um comprador financeiro, existe também um comportamento cultural.

Os gestores otimistas são mais propensos a fazer fusões, especialmente fusões com empresas de outros setores e com valor mais duvidoso, isto é, empresas com situação financeira instável.

O autor Vagenas-Nanos (2010) estudou a hipótese *Hubris* assumindo que os mercados são racionais e os gestores efetuam aquisições de forma bastante otimista, tendo demasiada autoconfiança nas suas idoneidades, eles próprios acreditam que criam valor para a empresa através de potenciais sinergias. No entanto, esta hipótese indica que os gestores confiantes que praticam aquisições tendem a criar menos valor ou a destruir mais valor do que os gestores racionais, e esta afirmação explica-se pelo facto dos gestores confiantes terem atitudes menos racionais, e acreditarem demasiado em si, e quando se trata de aquisições estes mesmos arriscam ao fazer aquisições de elevado

valor acreditando que no futuro a empresa será rentável. Ao contrário, os gestores racionais agirão de forma mais cautelosa e por conseguinte ajudam a criar valor.

De acordo com Graham *et al.* (2013), as empresas iniciam mais fusões e aquisições quando o gestor é mais tolerante ao risco.

Outra situação que influencia as fusões e aquisições de empresas é o género do gerente, Huang e Kisgen (2012) refere que os gestores do sexo feminino são menos propensos a fazer aquisições do que os gestores do sexo masculino. Esta situação deve-se ao facto dos gestores do sexo masculino, tendencialmente, possuírem um maior grau de excesso de confiança. Apesar disso, os gestores do sexo masculino são mais propensos a executar aquisições que destroem valor.

#### **2.2.2.4 Na estrutura de capital**

De acordo com Graham *et al.* (2013) os gestores otimistas acreditam que a recente rendibilidade se manterá no futuro ou então o futuro será melhor do que o passado recente. Os resultados revelam que as empresas geridas por gestores otimistas utilizam com mais frequência financiamento de curto prazo.

Normalmente, as empresas necessitam de capital interno e externo, mas, de acordo com Baker *et al.* (2006), geralmente apenas tendem a utilizar capital externo em último recurso. O autor afirma que um gestor otimista raramente vende parte do seu capital<sup>3</sup>, a não ser que seja a última opção que tenha de fazer.

Contrariamente, e, ainda, em relação à estrutura de capital da empresa, o gestor otimista e/ou excessivamente confiante optará por um endividamento mais elevado do que um gestor mais “racional”, tornando as empresas mais endividadas. Os gestores ao terem estes comportamentos emotivos sobrestimam a capacidade de endividamento da sua empresa, ao mesmo tempo que subestimam o risco de enfrentar dificuldades financeiras ou até de insolvência (Barros e Silveira, 2008).

Uma outra influência do otimismo e/ou excesso de confiança na tomada de decisão é o facto de o gestor gerir o seu próprio negócio, ao contrário dos gestores profissionais. Mishra e McConaughy (1999) argumentam que o empreendedorismo está fortemente

---

<sup>3</sup>A sua parte na empresa, nomeadamente ações.



relacionado ao facto dos gestores estarem ligados de alguma forma aos acionistas da empresa, pois neste caso poderão retirar benefícios da empresa que não estariam disponíveis para gestores não familiares. No caso de os gestores não terem qualquer relação com os acionistas existe receio de perda de controlo e naturalmente uma postura mais conservadora entre ambas as partes. Porém, os resultados de Barros e Silveira (2008) indicam justamente o contrário, tendo em conta que as empresas geridas por esses gestores tendem a ser mais alavancadas financeiramente. Estas evidências vão ao encontro da hipótese de que a suposta menor tendência a correr riscos, destes gestores, é compensada pela intuição dos mesmos riscos, motivada pelo seu otimismo e excesso de confiança, estimulando os indivíduos a exporem, por várias vezes exageradamente, aos riscos idiossincráticos<sup>4</sup> da empresa.

As decisões tomadas a nível da estrutura de capital estão relacionadas com as características dos gestores e com o tipo de experiência profissional que estes viveram no passado, existindo evidências que ligam os traços psicológicos, com a aversão ao risco e otimismo, com as políticas corporativas, tal como afirmam Graham *et al.* (2013) no seu artigo. Os resultados deste estudo sugerem que existe correspondência entre as características comportamentais dos gestores e as empresas para as quais eles irão trabalhar. Ainda assim, os autores apuraram que nas empresas com gestores otimistas o nível de endividamento era maior.

Aquando da análise da volatilidade dos resultados futuros, estando perante um gestor enviesado a hierarquização de preferências por fontes de financiamento pode não existir. Esta situação sucede porque o gestor otimista ou excessivamente confiante acredita que as perspetivas de negócio serão melhores do que realmente são, subestimando de igual forma os riscos inerentes, levando o gestor a aumentar o endividamento com a intenção de aproveitar os benefícios daí resultantes como por exemplo fiscais e/ou outros benefícios relacionados com dívidas (Hackbarth, 2008).

Heaton (2002) destaca que os gestores otimistas creem que os projetos disponíveis para as suas empresas terão um melhor retorno, e por isso consideram os títulos emitidos, quer sejam dívidas ou ações, como constantemente subavaliados pelo mercado. Os títulos que o gestor considera como mais sujeitos a desvalorização são as ações, pois relaciona o comportamento histórico dos preços com as perspetivas futuras de desempenho da empresa, tais perspetivas podem ser influenciadas por notícias sobre o

---

<sup>4</sup>É também chamado de risco não-sistemático ou específico.

mercado no qual a empresa atua, divulgação da informação contabilística e financeira (com dados favoráveis ou desfavoráveis), notícias sobre fusão ou aquisição, mudanças tecnológicas e muitas outras que possam afetar o desempenho da empresa. Sendo assim, a empresa apenas recorre à emissão de novas ações em último caso, preferindo financiar os seus projetos de investimento com capital gerado internamente ou através de emissão de títulos de dívida, isto é, preferem utilizar fundos internos e apenas em último caso, fundos externos.

Ao nível da exigibilidade temporal da dívida, os resultados do estudo de Graham *et al.* (2013) confirmam que as empresas geridas por gestores do sexo masculino e excessivamente otimistas são propensos a recorrer a dívida de curto prazo com mais frequência.

Como podemos verificar existem várias contradições em relação a esta matéria, existindo vários autores que referem que empresas administradas por gestores otimistas e com excesso de confiança tendem a apresentar maior nível de endividamento, tal como Hackbarth (2008) e Barros e Silveira (2008), enquanto que Heaton (2002) e Baker *et al.* (2006) alegam o contrário.

No estudo de Graham *et al.* (2013) os resultados respeitantes à estrutura de capital das empresas estudadas, como a rácio de endividamento, a maturidade da dívida, bem como a atividade de aquisições estão associados ao perfil do gestor e do tipo de experiência profissional que os gestores tiveram no passado.

### **3. Estudo Empírico**

Neste ponto descrevemos o processo de investigação, nomeadamente, o problema, objetivo do estudo, a metodologia de investigação utilizada e respetiva descrição da amostra, e por último os resultados obtidos.

#### **3.1. Problema e Objetivos da Investigação**

A teoria económica tradicional refere que as empresas deveriam simplesmente procurar projetos com VAL (Valor Atualizado Líquido) positivo de modo a maximizar a riqueza dos acionistas. No entanto, os gestores nem sempre agem de maneira a cumprir este objetivo, levando, muitas vezes, a questionar as suas próprias ações. É perceptível que, por vezes, empresas do mesmo setor, de dimensão similar e que enfrentam oportunidades de investimento semelhantes tenham formas de agir diferentes umas das outras originando resultados completamente distintos.

Tudo isso é natural, tendo em conta que cada agente possui uma mentalidade, uma personalidade e uma forma de estar e de encarar os desafios pessoais e profissionais de modo diferente, contudo, a tarefa de medir as suas atitudes é extremamente complicada (Graham *et al.*, 2013).

Assim, o objetivo deste estudo é analisar as características e comportamentos dos gestores, particularmente o otimismo, a aversão ao risco e a perdas, e a forma como estas características influenciam a maneira de agir ao nível da gestão da empresa, no contexto de uma amostra de PME's portuguesas.

#### **3.2. Metodologia de Investigação**

Atendendo ao objetivo do estudo utilizamos uma metodologia de recolha direta de informação junto dos gestores, através da distribuição de um questionário, especificamente adaptado do estudo de Graham *et al.* (2013).

O foco do estudo baseia-se inteiramente no estudo de Graham *et al.* (2013), em particular no questionário destes autores, ao qual foram efetuadas adaptações para a realidade empresarial portuguesa, nomeadamente às PME's. A utilização de questionários de outros autores é uma vantagem na investigação, porque foram testados e validados,

permitindo uma comparação de resultados, ainda que limitada. Contudo, o nosso questionário foi desenvolvido numa realidade diferente, quer ao nível do país quer em relação à amostra de gestores e à própria dimensão das empresas. Sendo assim, é natural que qualquer comparação deva ser cautelosa.

As adaptações consistiram, principalmente, na tradução para português, na unidade monetária, nos valores, nomeadamente assimetrias elevadas no valor do volume de negócios dos dois estudos, tendo em conta o tipo de empresas estudadas. Alterações mais específicas descrevem-se no ponto seguinte, assim como as questões que integram o questionário (o anexo I reproduz o questionário na íntegra).

### 3.2.1. Descrição do questionário

O questionário usado engloba questões que permitem conhecer as características dos gestores, bem como os coloca perante determinadas situações de forma a poder conhecer os seus comportamentos e decisões em cada uma destas situações.

Seguidamente apresentam-se os comportamentos e decisões a analisar em cada uma das questões, bem como uma comparação com o estudo de base referindo as adaptações realizadas quando tal foi necessário.

O questionário está dividido em cinco partes, sendo que a primeira parte visa essencialmente a recolha de dados demográficos (questão 1 a 10), a segunda foca as atitudes de vida do gestor (questões 11 a 15), e a terceira versa as atitudes relativamente à empresa (questões 16 a 20). A quarta parte, no geral, visa a recolha de informações acerca da empresa (questões 21 a 31). Finalmente, a quinta parte engloba as questões sobre as escolhas de investimento (questões 32 a 34).

Nos parágrafos seguintes enfatizamos os aspetos mais relevantes do questionário.

***Demografia/ variáveis relacionadas com a carreira:*** Sendo este um questionário anónimo, recolhemos informações sobre as características pessoais dos executivos, nomeadamente acerca da sua carreira, educação, entre outros domínios, pois estudos anteriores sugerem que podem ser importantes. Nos parágrafos seguintes apresentamos estas características, bem como os fundamentos pelos quais estas foram incorporadas no questionário.

- **Sexo:** Existe uma vertente da literatura que sugere que os indivíduos masculinos tendem a ser mais confiantes que os femininos (Barber e Odean, 2001).
- **Grau académico:** Um grau académico elevado, como licenciatura, mestrado ou doutoramento, pode implicar o domínio de um valioso conjunto de conhecimentos úteis para uma boa gestão, levando um maior excesso de confiança e/ou otimismo (Graham *et al.*, 2013).
- **Idade:** A idade de um executivo pode potencialmente afetar as suas decisões, gestores mais jovens podem ser mais ousados (Graham *et al.*, 2013). Por outro lado, a idade pode trazer experiência levando os executivos a assumir mais riscos. Algumas evidências sugerem que a aversão ao risco pessoal parece aumentar com a idade, declinando após os 70 anos (Shefrin, 2005). Há também algumas evidências de que a sofisticação de decisões financeiras varia com a idade, ou seja, a experiência leva o gestor a utilizar ferramentas de gestão mais complexas (Agarwal, Driscoll, Gabaix, e Laibson, 2008).
- **As experiências:** Se a carreira do executivo for desenvolvida nas áreas de finanças, contabilidade, administração, marketing, ou outras, podem afetar as perspetivas e o nível de conforto em certos tipos de decisões, tal como o tempo exercido no cargo. Assim, o questionário contempla uma questão acerca da experiência profissional anterior ao cargo atual e outra sobre o tempo no atual cargo (Graham *et al.*, 2013).

**Características da empresa:** Apesar do questionário ser anónimo foram recolhidas algumas informações sobre a empresa. O objetivo é determinar se podemos identificar uma correspondência entre as informações pessoais ou demográficas e as ações corporativas.

- **Dimensão:** A dimensão da empresa pode ser importante devido a uma variedade de razões. Uma empresa considerada de grande dimensão pode implicar uma certa estabilidade. Por exemplo, alguma literatura sugere que grandes empresas normalmente têm mais dívida (Frank e Goyal, 2007). Consideramos as grandes empresas as que têm um volume de negócios superior a 50 milhões de euros, um ativo líquido superior a 43 milhões de euros e mais de 250 colaboradores (INE, 2014).

- **Rácio da dívida:** A estrutura de capital é tema de discussão na literatura. O recurso a um maior nível de endividamento, ou seja, “elevada alavancagem”, implica maiores riscos, mas por outro lado pode, eventualmente, trazer maiores retornos esperados, uma preferência que pode estar relacionada com os traços de personalidade dos executivos (Graham *et al.*, 2013). Assim, o inquérito contempla questões nas quais os respondentes são solicitados a indicar o valor do ativo e do passivo das suas empresas, o que permite o cálculo do rácio de endividamento.
- **Crescimento do volume de negócios:** Neste caso, o interesse é analisar se há alguma correspondência entre as características dos gestores e o crescimento. Por isso, questionamos os executivos acerca da taxa média de crescimento do volume de negócios ao longo dos últimos três anos (Graham *et al.*, 2013).
- **Crescimento esperado:** Presumivelmente, não é apenas o crescimento histórico que é importante, mas também o crescimento esperado. Assim, pedimos aos gestores para projetar a taxa de crescimento anual do volume de negócios para os próximos três anos, o que permite analisar o excesso de confiança e otimismo.
- **Remuneração:** Os executivos têm algum poder discricionário sobre a composição dos seus pacotes de remuneração. Os gestores com determinadas características (por exemplo, elevada aversão ao risco) tendem a escolher pacotes de remuneração com uma maior componente fixa e uma menor componente variável. Em qualquer ano, essas componentes podem variar (Graham *et al.*, 2013). Desta forma, inquirimos os gestores sobre a percentagem da sua remuneração total quer seja em forma de salário, bônus, ações ou outros, para verificarmos a realidade nacional.

**Aversão ao risco pessoal:** Para medir a aversão ao risco pessoal, os autores Graham *et al.* (2013) basearam-se no estudo de Barsky, Juster, Kimball e Shapiro (1997) em que utilizaram um inquérito que envolveu mais de 11.000 adultos com idades entre 51-61 anos. O principal requisito para medir a aversão ao risco é por em causa o rendimento vitalício. A natureza das perguntas é a seguinte:

*Suponha que é a única fonte de rendimento da sua família, tem um bom emprego e o seu rendimento atual é seguro para o resto da vida. No entanto, surge a oportunidade de ter um novo emprego, igualmente bom, com uma possibilidade de 50% de dobrar o seu rendimento familiar e uma possibilidade de 50% de reduzir o seu rendimento familiar. Aceitaria o novo trabalho?*

Barsky *et al.* (1997) afirmam que, por precaução, é dispendioso mudar de emprego, podendo existir uma tendência que predispõe o indivíduo a rejeitar a alternativa mais arriscada, sendo o mesmo discutido por Shefrin (2001). Assim, Graham *et al.* (2013) modificaram a abordagem de Barsky *et al.* (1997) reformulando a questão com uma escolha entre duas alternativas de novos empregos, um com um fluxo de rendimento seguro e o outro arriscado, como podemos verificar na questão 12 a) (anexo I). O inquirido tem a opção de escolher entre a resposta 1 e 2, e consoante a sua resposta irá passar à questão 12 b) ou 12 c).

Tendo em consideração o estudo de Graham *et al.* (2013), os indivíduos que respondem 1 na questão 12 a) e 1 na questão 12 b) são os que apresentam a maior aversão ao risco. Por outro lado, os que respondem 2 na questão 12 a) e 2 na questão 12 c) podem ser considerados como tomadores de risco.

**Otimismo:** Para analisar este tipo de comportamento e à semelhança de Graham *et al.* (2013), utilizamos testes psicométricos desenvolvidos por Scheier, Carver e Bridges (1994) para medir o otimismo, em particular o *LOT-R (Life Orientation Test-Revised)*. O *LOT-R* tem sido amplamente utilizado na literatura de psicologia, pois tem a vantagem de ser uma medida credível neste domínio, sendo concisa e simples de utilizar e interpretar.

Neste âmbito, os indivíduos, na questão 11 (anexo I) são convidados a indicar o seu grau de concordância/discordância relativamente a uma série de afirmações, nomeadamente 10, das quais apenas 6 serão utilizadas para análise, são as seguintes:

- a) *Em alturas de incerteza, costumo esperar o melhor.*
- c) *Se algo de errado me acontecer, acontece.*
- d) *Sou sempre otimista em relação ao meu futuro.*
- g) *Difícilmente espero que as coisas corram à minha maneira.*
- i) *Raramente conto que me aconteçam coisas boas.*
- j) *No geral, espero que me aconteçam mais coisas boas do que más.*

As respostas são posteriormente codificadas numa escala de 0-4 pontos. A codificação é feita de modo a que os valores elevados indiquem otimismo. Assim, as afirmações a); d); e j) são numericamente codificadas com um 4 se a opção selecionada foi “concordo muito” e com 0 se a opção escolhida tiver sido “discordo muito”. As afirmações, c); g) e i); são codificados com 4 se a opção assinalada foi “discordo muito”, e 0 se a seleção recaiu

sobre a opção “concordo muito”. Esta codificação permite-nos obter uma média com valores entre 0-4. Os gestores que apresentarem uma média com valor igual ou superior a 3 são classificados como otimistas.

***Preferência Temporal relativamente aos ganhos:*** Através das escolhas efetuadas na questão 13 (anexo I) verificamos a preferência temporal relativamente aos ganhos. Assim, se o inquirido indicar que preferia ganhar 10.000 euros hoje, ele é classificado como impaciente, uma vez que nesta opção está envolvida uma taxa de desconto de 30%.

***Aversão a Perdas:*** Se um executivo é avesso a perdas, então isso pode leva-lo a insistir em investir em projetos que não criam valor para a empresa, na esperança de inverter o que parece ser uma perda certa. Assim, procuramos medir a aversão a perdas através das respostas à questão 31 (anexo I).

Se o inquirido indicar que está disposto a investir 2 milhões de euros ou mais, será classificado como avesso a perdas, porque esta atitude indica uma disposição para aplicar mais fundos de modo a continuar o projeto, a fim de evitar a “perda certa”, contrariamente à alternativa de encerrar o projeto.

### 3.2.2. Seleção da amostra e distribuição dos questionários

Dado o universo de PME's a nível nacional, que no ano de 2012 totalizavam 1.061.767 empresas não financeiras, representando 99,9% das empresas nacionais<sup>5</sup>, foi necessário selecionar uma amostra. A amostra foi retirada da lista das 1.000 maiores e melhores PME's nacionais de 2012, da revista *Exame*<sup>6</sup>.

Tal como no estudo de Lisboa e Augusto (2003) para criarmos uma amostra de empresas o mais homogénea possível, das 1.000 empresas referidas, retivemos apenas metade, nomeadamente as 500 maiores e melhores PME's de 2012. A razão para esta filtragem deve-se ao extenso número de empresas e ao curto espaço de tempo para o estudo. Segundo os critérios utilizados por esta revista, a base “1.000 maiores e melhores PME's” inclui as empresas que facultaram o Balanço e a Demonstração de Resultados e que possuem todos os requisitos de PME relacionados com dimensão,

---

<sup>5</sup>INE 2012

<sup>6</sup>Revista Exame, edição de janeiro, do ano 2013.



forma jurídica, propriedade e organização empresarial. Assim, têm que ter menos de 250 empregados, volume de negócios iguais ou inferiores a 50 milhões de euros e ativo líquido igual ou inferior a 43 milhões de euros<sup>7</sup>.

A referida publicação utilizou ainda critérios relativos às formas jurídicas das empresas (restringindo-se às sociedade por quotas; sociedade unipessoal; sociedade anónima; sociedade em comandita e estabelecimento individual de responsabilidade limitada) e adicionalmente, critérios relacionados com a propriedade do capital e organização. Uma empresa candidata a PME tem que seguir os critérios de independência definidos pela União Europeia<sup>8</sup>.

As empresas presentes no ranking das 1.000 maiores e melhores PME's nacionais estão divididas por setor de atividade. As empresas selecionadas foram ordenadas segundo oito indicadores: VAB (Valor Acrescentado Bruto) por vendas, rendibilidade dos capitais próprios, do ativo e das vendas, crescimento das vendas e dos lucros, liquidez geral e solvabilidade (Exame, 2013).

Tendo como base o artigo de Graham *et al.* (2013) e conforme referido, foi necessário proceder a algumas adaptações. Portanto, distribuiu-se um questionário teste a alguns executivos de empresas e académicos, a fim de se obter opiniões acerca da clareza das questões e adequabilidade aos objetivos do estudo. Com base nesse *feedback* modificámos o questionário de forma a que o mesmo se tornasse mais compreensível e adequado às finalidades da investigação.

Criámos uma base de dados com os contactos eletrónicos e telefónicos das 500 maiores e melhores PME's inseridas no *ranking* da revista *Exame* e enviámos o questionário por correio eletrónico, seguido de telefonemas para algumas das empresas. Passado aproximadamente um mês e com a falta de respostas, contactou-se novamente as empresas telefonicamente e em alguns casos, deslocámo-nos pessoalmente às instalações para entregar o questionário em formato papel.

No final do processo foram rececionados 98 respostas ao questionário. Os dados das respostas foram inseridos e codificados no SPSS (Statistical Package for the Social Sciences).

---

<sup>7</sup>Recomendação da Comissão 96/280/CE de 6 de Maio de 2003.

<sup>8</sup> Recomendação da Comissão 96/280/CE de 6 de Maio de 2003.

As respostas via eletrónica seguiram diretamente para uma base de dados criada no *Google Drive*. As respostas entregues mediante formato papel foram diretamente redirecionadas para a base de dados eletrónica, tendo sido preenchidas como questionário *online*. Salientamos que em todo o processo de tratamento das respostas o anonimato das empresas e respetivos gestores foi escrupulosamente respeitado.

Nos pontos seguintes estão descritos os principais resultados deste estudo, nomeadamente a estatística descritiva e a discussão dos resultados comportamentais.

### **3.3. Resultados**

Conforme anteriormente referido foram recebidas respostas a 98 questionários, o que representa uma taxa de respostas de 19,6% do total dos questionários enviados, o que comparado com outros estudos é uma percentagem relativamente baixa (consultar anexo II), apesar da natureza e objetivos dos estudos serem diferentes, existe forma de comparação, dado que esses trabalhos também basearam os respetivos estudos empíricos em questionários, vejamos o caso dos estudos de Benzinho (2004) Chazi, Boubakri, e Zanella (2011) e Archbold e Vieira (2010), no entanto, também, existem estudos em que a percentagem foi igualmente reduzida, particularmente Graham e Harvey (2001), Brav, Graham, Harvey, e Michaely (2005) e Graham *et al.* (2013). Contudo, o nosso estudo deve ser muito cuidadosamente comparado com estes últimos três em termos de dimensão de amostra, pois a nossa amostra é bastante menor que estas.

#### **3.3.1. Estatística Descritiva**

Neste ponto pretende-se descrever as características mais relevantes dos respondentes e das respetivas empresas.

Assim, as Tabelas 1 e 2 sintetizam as estatísticas relativas às características individuais (pessoais e profissionais) e as Tabelas 3 e 4 as estatísticas referentes às características das empresas.

Apesar de existirem limites de comparabilidade com o estudo de Graham *et al.* (2013), tal como anteriormente referido, pode ser interessante comparar a componente humana entre os dois estudos.

Tabela 1 - Características Pessoais do Indivíduo			
		Frequência	Percentagem (%)
Q4 – Género	Masculino	76	77,6
	Feminino	22	22,4
	Total	98	100,0
Q5 - Nacionalidade	Portuguesa	96	98,0
	Outra	2	2,0
	Total	98	100,0
Q7 - Estado civil	Casado	49	50,0
	Solteiro	30	30,6
	Divorciado	13	13,3
	Outro	6	6,1
	Total	98	100,0
Q8 - Nº de filhos	0	37	37,8
	1	26	26,5
	2	20	20,4
	≥ 3	15	15,3
	Total	98	100,0
Q15 – Idade (anos)	[28;39]	48	49,0
	[40;49]	27	27,7
	[50;59]	19	19,4
	≥ 60	4	4,1
	Total	98	100,0

Conforme representado na Tabela 1, dos 98 respondentes, 77,6% são do género masculino, evidenciando uma maior presença deste género nos cargos relacionados com a gestão da empresa, este resultado assemelha-se com o estudo de Graham *et al.* (2013), em que 92,3% dos respondentes, também, eram do género masculino. Em relação à nacionalidade podemos constatar que 98% dos respondentes têm nacionalidade portuguesa. Os gestores têm em média um filho. Porém, a maior parte dos respondentes, cerca de 49%, situa-se na faixa etária entre os 28 e 39 anos, verificando-se uma população relativamente jovem nos cargos de gestão das empresas da amostra<sup>9</sup>, a média de idades situa-se nos 41 anos e meio, sendo que no estudo de Graham *et al.* (2013), a média é de 54 anos<sup>10</sup>. Com a análise às respostas do questionário verificamos

<sup>9</sup> Designa-se de ora em diante por amostra os 98 questionários aos quais foram recebidas respostas.

<sup>10</sup> Este dado (média) não constava na tabela, mas foi obtido no conjunto das estatísticas descritivas do SPSS.

que 50% dos respondentes são casados, 30,6% solteiros, 13,3% divorciados e 5% viúvos.

**Tabela 2 - Características Profissionais do Indivíduo**

		Frequência	Percentagem (%)
<b>Q1 - Cargo</b>	Administrador	5	5,1
	Diretor	39	39,8
	Financeiro		
	Gestor	27	27,5
	Sócio-gerente	14	14,3
	Outro	13	13,3
	Total	98	100,0
<b>Q2 - Tempo no cargo (anos)</b>	[1;5]	21	21,4
	[6;10]	37	37,8
	[11;15]	23	23,5
	[16;20]	7	7,1
	[21;25]	6	6,1
	≥ 26	4	4,1
	Total	98	100,0
<b>Q3 - Tempo na empresa (anos)</b>	[1;5]	17	17,3
	[6;10]	32	32,7
	[11;15]	26	26,5
	[16;20]	14	14,3
	[21;25]	6	6,1
	≥ 26	3	3,1
	Total	98	100,0
<b>Q6 - Habilitações académicas</b>	Ensino Secundário	19	19,4
	Licenciatura	57	58,2
	Pós-graduação	1	1,0
	Mestrado	20	20,4
	Doutoramento	1	1,0
	Total	98	100,0
<b>Q9 - Cargo anterior</b>	Produção	3	3,0
	Comercial	17	17,4
	Finanças	15	15,3
	Administração	11	11,2
	NA <sup>11</sup>	44	44,9
	Outro	8	8,2
	Total	98	100,0

<sup>11</sup> Não aplicável - Respondentes que tiveram sempre o mesmo cargo.

Relativamente ao cargo, e como podemos verificar na Tabela 2, 39,8% dos indivíduos são diretores financeiros e 27,5% são gestores, estando os restantes respondentes dispersos pelas categorias de sócios-gestores, administradores e outros cargos<sup>12</sup>. No que diz respeito ao cargo, em média, os indivíduos assumem os atuais cargos há 10 anos e meio, tal como no estudo de Graham *et al.* (2013), enquanto que, em média, trabalham na empresa inquirida há 11 anos e 7 meses<sup>13</sup>. O maior número de respondentes tem experiência no atual cargo que ocupa (44,9%), sendo que 17,4% teve experiência na área comercial, 15,3% no setor das finanças, 11,2% na parte administrativa, 8,2% em outros setores e apenas 3% advém do setor da produção.

Em relação ao grau académico dos respondentes, podemos apurar o seguinte conforme a Tabela 2:

- 19 Indivíduos com Ensino Secundário, representando 19,4%;
- 57 Indivíduos com Licenciatura, representando 58,2%;
- 1 Indivíduo com Pós-graduação, representando 1,0%;
- 20 Indivíduos com Mestrado, representando 20,4%;
- 1 Indivíduo com Doutoramento, representando 1,0%.

Este facto demonstra que os indivíduos que exercem cargos de gestão nas empresas têm um elevado grau académico.

Na Tabela 3 estão caracterizadas as empresas da amostra onde os respondentes exercem a sua atividade profissional, salientando-se de seguida os aspetos mais relevantes. A maior parte das empresas apenas tem 1 ou 2 segmentos de negócios, sendo que 51% apresentam um volume de negócios no intervalo de 10.000.000 de euros a 20.000.000 de euros. Em relação à taxa de crescimento do volume de negócios nos últimos 3 anos, isto é, o crescimento histórico, verificou-se que 23,5% tiveram um decréscimo no volume de negócios, enquanto 32,7% tiveram um crescimento até 10% e apenas 7,1% teve um crescimento superior a 40%. No que respeita ao crescimento esperado nos próximos 3 anos, 7,1% dos respondentes contam ter um decréscimo do volume de negócios, 64,3% esperam ter um crescimento até 10%, enquanto 2% dos respondentes esperam ter um crescimento superior a 40%. Comparando as respostas às

---

<sup>12</sup> Os resultados de resposta indicam que a grande maioria exerce cargos de gestão, pelo que doravante se designam os indivíduos que responderam ao questionário como gestores.

<sup>13</sup> Este dado (média) não constava na tabela, mas foi obtido no conjunto das estatísticas descritivas do SPSS.

questões 17 e 18, verifica-se que um maior número de respondentes espera um crescimento do volume de negócios até 20%, relativamente ao que foi indicado para o historial da empresa. Isto pode indiciar um certo excesso de confiança e otimismo de alguns gestores, na medida em que provavelmente consideram que a sua gestão pode levar a um bom desempenho ao nível do volume de negócios.

No que respeita ao valor do ativo, as respostas ao questionário apontam para os limites da Recomendação da Comissão 96/280/CE, uma vez que 63,3% das empresas estão no intervalo de 2.000.000 de euros a 15.000.000 de euros. Em relação ao valor do passivo 61,2% das respostas indicam valores no intervalo de 2.000.000 de euros a 10.000.000 de euros, e apenas 19,4% das empresas têm um valor do passivo inferior a 2.000.000 de euros.

Em termos de características das empresas existe uma grande diferença, particularmente em relação à dimensão, quando comparado com o estudo de Graham *et al.* (2013). No que respeita ao valor médio de volume de negócios das empresas analisadas o valor é aproximadamente de 20 milhões de euros, enquanto que no estudo daqueles autores o valor médio é aproximadamente 561,5 milhões de dólares, isto é, 419,4 milhões de euros<sup>14</sup>.

No que diz respeito à taxa média de crescimento do volume de negócios dos últimos 3 anos, observamos que é aproximadamente de 12,4%, e a taxa média de crescimento esperada para os próximos 3 anos é 9,5%. Em relação ao estudo de Graham *et al.* (2013) a taxa média de crescimento do volume de negócios foi de 22,2% e a taxa média esperada de crescimento foi de 18,6%. Estas diferenças podem dever-se a vários fatores, sobretudo à conjuntura económica e social dos países e à dimensão das empresas, como já mencionado.

---

<sup>14</sup> Taxa de câmbio no dia 10 de Agosto de 2014, fonte Banco de Portugal.

Tabela 3 – Características da Empresa

		Freq.	(%)	Média	Desvio Padrão	Mín.	Mediana	Máx.
Q10 - Segmentos de negócio	1	45	45,9	1,7	0,7	1,0	2,0	5,0
	2	43	43,9					
	≥ 3	10	10,2					
	Total	98	100,0					
Q16 - Volume de negócios (€)	≤ 10.000.000	15	15,3	19,7 (€ M)	12,5	0,2	17,0	64,0
	]10.000.000; 20.000.000]	50	51,0					
	]20.000.000; 30.000.000]	16	16,4					
	]30.000.000; 40.000.000]	6	6,1					
	≥ 40.000.000	10	10,2					
	Missing	1	1,0					
	Total	98	100,0					
Q17 - Taxa crescimento VN nos últimos 3 anos (%)	< 0	23	23,5	12,4 (%)	24,5	-35,0	10,0	150,0
	[0;10]	32	32,7					
	]10;20]	14	14,3					
	]20;30]	13	13,2					
	]30;40]	9	9,2					
	≥ 40	7	7,1					
	Total	98	100,0					
Q18 - Taxa crescimento VN esperado nos próximos 3 anos (%)	< 0	7	7,1	9,5 (%)	12,4	-20,0	10,0	70,0
	[0;10]	63	64,3					
	]10;20]	18	18,4					
	]20;30]	7	7,1					
	]30;40]	1	1,0					
	≥ 40	2	2,0					
	Total	98	100,0					
Q21 - Valor do Ativo (€)	≤ 2.000.000	11	11,2	10,8 (€ M)	8,2 (€ M)	0,0 (€ M)	8,7 (€ M)	38,0 (€ M)
	]2.000.000; 15.000.000]	62	63,3					
	]15.000.000; 38.000.000]	24	24,5					
	Missing	1	1,0					
	Total	98	100,0					
Q22 - Valor do Passivo (€)	≤ 2.000.000	19	19,4	6,5 (€ M)	5,7 (€ M)	0,0 (€ M)	5,6 (€ M)	36,0 (€ M)
	]2.000.000; 10.000.000]	60	61,2					
	]10.000.000; 36.000.000]	17	17,4					
	Missing	2	2,0					
	Total	98	100,0					

Na Tabela 4, estão representados o nível de estrutura de endividamento das empresas (Passivo Corrente sobre Total do Passivo), este rácio foi indicado pelos respondentes e constata-se que mais de metade dos respondentes (56,1%) indicou que a empresa tem um rácio estrutura de endividamento entre os 50% e os 80%, o que mostra que as fontes de financiamento usadas são maioritariamente de curto prazo. Também, na mesma tabela é apresentado o rácio de endividamento total, este rácio foi calculado através do Passivo sobre o Total do Ativo, pois estes dados foram indicados pelos respondentes, além de constarem na revista *Exame*, e verificamos, uma vez mais, que mais da metade das empresas, 59,2% apresenta um rácio de endividamento entre os 50% e os 80%, sendo a média de 60,6%, o que indica que a sua estrutura de capital é claramente apoiada em capital alheio.

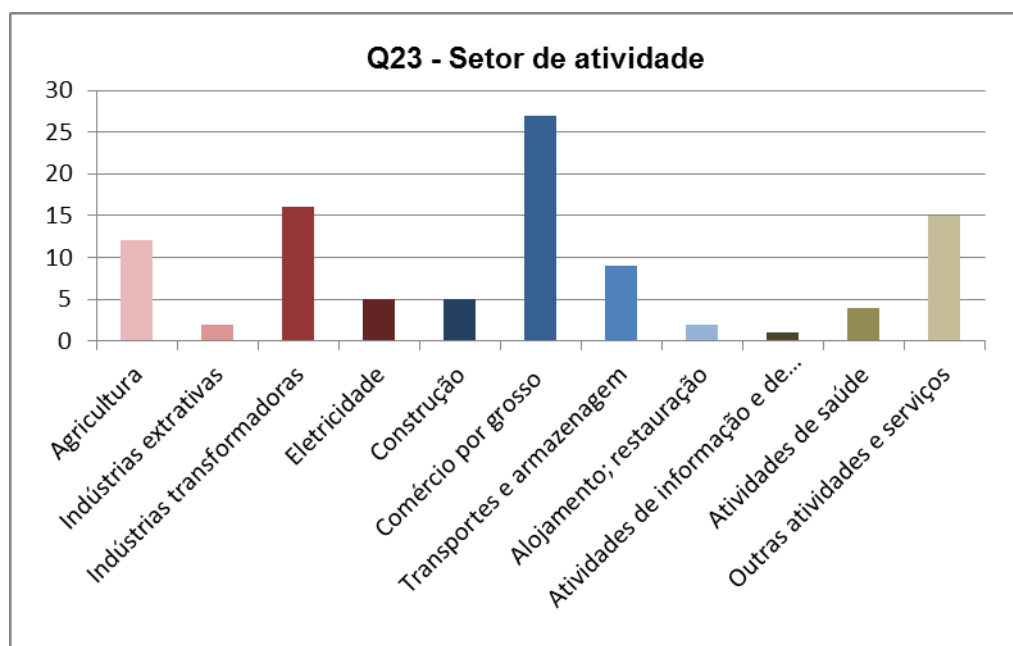
Em relação à aplicação dos resultados da empresa, 58,2% dos respondentes responderam que utilizaram o resultado para distribuição de dividendos, sendo que 54,4% desses apenas utilizaram até 15% dos resultados na distribuição de dividendos e apenas 5,1% dos respondentes na recompra de ações. Inversamente 93,9% dos indivíduos utilizam o resultado da empresa como reservas, no qual 35,9% destes utilizados a 100%, os que não utilizam na totalidade para reservas serão distribuídos na forma de dividendos e/ou na recompra de ações, apesar de ser mais utilizado na forma de distribuição de dividendos ao contrário da recompra de ações conforme mostram os resultados.



Tabela 4 – Estrutura e Resultados da Empresa

			Freq.	(%)	Média	Desvio Padrão	Mín.	Mediana	Máx.
Q24 - Rácio de estrutura de endividamento (%)		[0;10]	6	6,1	59,3 (%)	23,5	0,0	63,0	103,0
		]10;30]	9	9,2					
		]30;50]	14	14,3					
		]50;80]	55	56,1					
		>80	14	14,3					
		Total	98	100,0					
Rácio de endividamento total (%)		[0;10]	3	3,0	60,6 (%)	21,0	0,0	63,0	99,0
		]10;30]	8	8,2					
		]30;50]	15	15,3					
		]50;80]	58	59,2					
		>80	14	14,3					
		Total	98	100,0					
Q25 - Resultados da empresa (%)	Distribuição de dividendos				NA				
		- Sim	57	58,2					
		[1;15]	31	54,4					
		]16;30]	21	36,8					
		]31;50]	2	3,5					
		≥ 50	3	5,3					
		- Não	41	41,8					
	Total		98	100,0					
	Recompra de ações				NA				
		- Sim	5	5,1					
		[1;50]	4	80,0					
		≥ 50	1	20,0					
		- Não	93	94,9					
	Total		98	100,0					
	Reservas				NA				
		- Sim	92	93,9					
		[1;15]	4	4,3					
		]16;50]	22	23,9					
		]51;80]	15	16,3					
		]81;99]	18	19,6					
		100	33	35,9					
		- Não	6	6,1					
	Total		98	100,0					

No Gráfico 1 temos representado os diferentes setores de atividade das empresas onde os respondentes trabalham, notando-se uma dispersão por vários setores de atividade, destacando-se que 26,7% pertencem ao setor<sup>15</sup> “comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos”, 16,3% no setor das “indústrias transformadoras”, 15,3% em “outras atividades e serviços” e 12,2% no setor da “agricultura, produção animal, caças, floresta e pesca”.



**Gráfico 1 – Setor de Atividade**

O nosso questionário permitiu também obter respostas relativamente a certas opções de gestão, nomeadamente aquisições realizadas, preferências quanto às fontes de financiamento, utilização de estratégias de cobertura de risco e metas quanto à renumeração. A Tabela 5 sintetiza as frequências de resposta nestes domínios.

Os resultados das respostas constantes na Tabela 5 indicam que a grande maioria dos gestores (79,6%) não efetuou qualquer aquisição e que somente 16,6% já compraram uma empresa ou participação social.

Quanto às fontes de financiamento, a maioria prefere as fontes externas, contudo, somente 5,1% manifestou uma forte preferência por estas, optando pelo valor mais alto

<sup>15</sup> Lista de CAE's (Código de Atividades Empresariais) do Banco de Portugal.

da escala. Perante a necessidade de recurso a fundos externos, claramente a maioria opta pela dívida.

Em termos de utilização de estratégias de cobertura de risco, verificamos que a maioria dos gestores não utiliza tais estratégias, ou quando o faz é de uma forma moderada.

**Tabela 5 – Opções de gestão**

		Frequência	Percentagem (%)
<b>Q20 - Investimentos Pessoais ou Profissionais</b>	1 <sup>16</sup>	16	16,3
	2 - 3	22	22,5
	4	41	41,8
	5 - 6	12	12,2
	7	7	7,1
	Total	98	100,0
<b>Q26 – Número de Aquisições</b>	0	78	79,6
	1	16	16,3
	2	3	3,1
	4	1	1,0
	Total	98	100,0
<b>Q27 - Taxas mais Baixas</b>	Discordo totalmente	4	4,1
	Discordo	20	20,4
	Não discordo nem concordo	32	32,7
	Concordo	31	31,6
	Concordo totalmente	11	11,2
	Total	98	100,0
<b>Q28 – Preferências quanto ao Financiamento</b>	1 <sup>17</sup>	3	3,1
	2 - 3	24	24,5
	4	19	19,4
	5 - 6	47	48,0
	7	5	5,1
	Total	98	100,0

<sup>16</sup> Corresponde a uma codificação utilizada na questão 20 do questionário, onde “1 - Pessoal”, “4 – Igualmente em ambos”, “7 – Empresarial”.

<sup>17</sup> Corresponde a uma codificação utilizada na questão 28 do questionário, onde “1 – Elevada preferência por fundos internos”, “4 – É indiferente”, “7 – Elevada preferência por fundos externos”.

(continuação Tabela 5)		Frequência	Percentagem (%)	
Q29 - Preferências entre Dívida ou Capital	1 <sup>18</sup>	5	5,1	
	2 – 3	59	60,2	
	4	20	20,4	
	5 – 6	13	13,3	
	7	1	1,0	
	Total	98	100,0	
Q30– Utilização de Estratégias de cobertura de Risco	Não utiliza ativamente <sup>19</sup>	26	26,5	
	Utiliza pouco	39	39,8	
	Utiliza moderadamente	28	28,6	
	Utiliza agressivamente	5	5,1	
	Total	98	100,0	
Q33 – Meta para a Remuneração	Ações	0%	88	89,8
		]0%;40%]	10	10,2
	Total	98	100,0	
	Bónus	0%	54	55,1
		]0%;20%]	42	42,9
		]20%;50%]	2	2,0
	Total	98	100,0	
	Salário	0%	6	6,1
		]0%;50%]	1	1,0
		]50%;100%]	46	46,9
	100%	45	45,9	
Total	98	100,0		

Relativamente às metas para a remuneração, a grande parte dos gestores prefere ser remunerado através do salário, seguido dos bónus, sendo a preferência por ações relativamente fraca. No estudo de Graham *et al.* (2013) o gestor tem maior preferência de remuneração através de ações e bónus, relativamente ao nosso estudo. Este resultado

<sup>18</sup> Corresponde a uma codificação utilizada na questão 29 do questionário, onde “1 – Elevada preferência por dívida”, “4 – É indiferente”, “7 – Elevada preferência em aumentar o capital”.

<sup>19</sup> Corresponde a uma codificação utilizada na questão 30 do questionário, onde “1 – Não utiliza ativamente estratégias de cobertura”, “2 – Sim, utiliza poucas estratégias de cobertura”, “3 – Sim, utiliza moderadamente estratégias de cobertura” e “4 – Sim, utiliza agressivamente estratégias de cobertura”.

pode dever-se sobretudo à diferença existente nas práticas criadas nas empresas, sendo que as empresas consideradas de grande dimensão motivam os seus gestores para a realização de bons resultados com compensação através de bónus ou atribuição de ações.

### 3.3.2. Discussão dos Resultados Comportamentais

A fim de analisar, no geral, as características comportamentais dos gestores, codificaram-se as respostas e criaram-se variáveis *dummy* a fim de poder conhecer os traços gerais dos respondentes. Assim:

- Masculino é uma variável *dummy* com valor 1 para o indivíduo do sexo masculino e zero caso seja do sexo feminino;
- Licenciatura ou grau superior é uma variável *dummy* com valor 1 para os indivíduos que tenham uma qualificação igual ou superior a estas e zero em caso contrário;
- Tempo no cargo é uma variável *dummy* com valor 1 para o indivíduo que esteja no cargo há mais de 9 anos e meio e zero caso a experiência seja inferior a este limiar. Este limite corresponde ao valor da mediana às respostas da questão 2;
- Cargo anterior em finanças é variável *dummy* com valor 1 para os respondentes que tiveram experiência passada neste ramo;
- Com base nas respostas à questão 12, elevada aversão ao risco é uma variável *dummy* com valor 1 para os indivíduos que escolheram 1 na questão 12a) e 1 em 12b) e zero para as restantes combinações de resposta;
- Em função dos dados de resposta à questão 11, otimista é uma variável *dummy* com valor 1 para os indivíduos que obtiveram uma média de 3 ou superior no teste *LOT-R* e zero para os indivíduos com valores inferiores a este limite;
- Com base nas respostas à questão 31, avesso a perdas é uma variável *dummy* com valor 1 para indivíduos que após um investimento sem qualquer retorno, estão dispostos a investir mais de 2 milhões de euros no projeto e zero em caso contrário;
- Impaciente é uma variável *dummy* com valor 1 para indivíduos que, na questão 13, preferem o dinheiro agora e zero caso optem pelas restantes duas alternativas.

A Tabela 6 sintetiza os resultados desta abordagem.

**Tabela 6 - Estatística Descritiva das Características Pessoais e Comportamentais dos Indivíduos**

	Observações	Média	Desvio Padrão
<b>Idade</b>	98	41,5	9,0
<b>Masculino (%)</b>	98	77,6	41,9
<b>Licenciatura ou superior (%)</b>	98	79,6	40,5
<b>Tempo no cargo</b>	98	10,6	6,5
<b>Cargo anterior Finanças (%)</b>	98	15,3	36,2
<b>Elevada aversão ao risco (%)</b>	98	65,3	47,8
<b>Otimista (%)</b>	98	28,6	45,4
<b>Averso a perdas (%)</b>	98	1,0	1,0
<b>Impaciente (%)</b>	98	43,9	49,9

Estes resultados permitem observar alguns comportamentos dos gestores da amostra das PME's portuguesas, tendo como base o estudo de Graham *et al.* (2013). Apesar de se efetuarem algumas comparações, salientam-se novamente as limitações deste procedimento, pois o nosso estudo é de menor dimensão, uma vez que o universo de empresas é bem menor, apenas estudamos empresas privadas e aqueles autores estudaram empresas privadas e públicas, além disso, eles distinguiram os gestores americanos dos não americanos, enquanto nós não fazemos nenhuma distinção entre nacionalidade, também a dimensão em termos de volume de negócios é incomparável, este facto deve-se, essencialmente, à diferença entre o nosso país e um país anglo-saxónico em que o universo de empresas é de elevada dimensão.

Em relação àquelas características que influenciam os comportamentos, fazendo com que a gestão de diferentes empresas não seja homogénea, observamos que 65,3% dos respondentes são classificados como avessos ao risco, tendo como base a questão 12 do questionário. No estudo de Graham *et al.* (2013) esta percentagem foi apenas de 9,9%, existindo uma grande diferença de resultados entre os estudos, o que significa que os gestores portugueses preferem receber um rendimento sempre certo ao invés de arriscarem.

Em relação ao otimismo e utilizando o *LOT-R*, a mesma abordagem utilizada por Graham *et al.* (2013), concluímos que 28,6% dos respondentes são otimistas. A média de idade dos respondentes otimistas do género masculino situa-se nos 41 anos, enquanto a média do género feminino fica nos 39 anos, de acordo com os resultados da questão 11 do anexo I<sup>20</sup>. Comparando com o estudo de Graham *et al.* (2013) 80,2% dos gestores são excessivamente otimistas e a idade média é 54 anos, o que demonstra, uma vez mais, uma diferença existente entre os resultados dos dois estudos. As diferenças existentes podem dever-se a vários fatores, entre eles a cultura dos dois países e sobretudo a dimensão das empresas estudadas.

Para se entender algumas das diferenças culturais entre estes dois países foi consultado o estudo de Hofstede (2001), este autor conclui que os americanos são bem mais individualistas do que os portugueses, quanto à aversão às incertezas os autores verificaram que os portugueses são muito mais avessos, isto é, têm muito mais medo da mudança, talvez por isso não arrisquem tanto. Este estudo também mostra que os americanos são bastante mais competitivos e direcionados para o sucesso e que culturas como a portuguesa são mais pessimistas em relação à americana. O autor conclui ainda que os portugueses evidenciam um elevado respeito pelas tradições, uma propensão relativamente baixa para pouparem para o futuro e um foco na obtenção de resultados rápidos.

Com os resultados das respostas à questão 13 do questionário, verificamos que 43,9% dos respondentes podem ser considerados impacientes, enquanto no estudo americano, a percentagem é relativamente mais baixa, aproximadamente de 32,9%. Este resultado pode ser explicado pelas conclusões de Hofsted (2001) no que respeita à focalização dos portugueses na obtenção de rápidos resultados.

No nosso estudo, somente 1,0% dos respondentes são aversos a perdas, o que demonstra que a maioria dos indivíduos não gosta de arriscar após as previsões iniciais não serem cumpridas, preferindo acarretar a perda já certa e não investir mais no mesmo projeto<sup>21</sup>. Contrariamente, no estudo de Graham *et al.* (2013) 8,5% dos gestores são avessos a perdas, existindo uma diferença em relação a esta característica.

---

<sup>20</sup>Este cálculo foi efetuado perante o cruzamento de dados das respostas.

<sup>21</sup>Os resultados de resposta à questão 31 do questionário mostram que só 1 indivíduo estaria disposto a investir mais 2 milhões de euros no projeto, enquanto que 81 (82,7%) indicou que

Relacionando a taxa de endividamento das empresas portuguesas com as empresas americanas estudadas, conclui-se que as empresas portuguesas possuem um rácio superior às empresas americanas, sendo que o rácio do nosso estudo é aproximadamente de 60% para as empresas que têm gestores otimistas<sup>22</sup>. Este resultado é corroborado com o estudo de Graham *et al.* (2013); Yoshinaga *et al.* (2008), pois estes afirmam que as empresas com gestores otimistas possuem um endividamento mais elevado, por outro lado, e comparando com o estudo de Graham *et al.* (2013), a taxa de endividamento das empresas portuguesas ao ser superior às empresas estudadas americanas, e ligando o facto dos gestores americanos serem mais otimistas que os portugueses, existe contrassenso, merecendo um melhor estudo no que diz respeito à elevada taxa de endividamento, pois em Portugal ter uma taxa de endividamento de 60% pode ser considerado elevado tal como nos EUA (Estados Unidos da América) possuir uma taxa de endividamento de 26,8% pode ser elevado.

O nosso estudo, no que respeita aos gestores otimistas, contraria Heaton (2002), pois este afirma que o gestor otimista prefere financiamento interno, enquanto que no nosso estudo o gestor otimista português é indiferente em financiar-se internamente ou externamente<sup>23</sup>. Nas fusões e aquisições a média do nosso estudo é de 0,4 e no Graham *et al.* (2013) é 1,1, esta diferença pode estar relacionada com o facto de os gestores serem mais otimistas no estudo de Graham, e arriscarem mais na aquisição de empresas.

A Tabela 7 relata as correlações de Pearson entre algumas características da empresa e a dos gestores na análise da amostra do estudo<sup>24</sup>. Sênior é uma variável *dummy* com valor 1 para os gestores com idade superior a 40 anos (valor da mediana) e zero para os restantes. O volume de negócios é uma *dummy* com valor 1 para empresas com volume de negócios superior à mediana (17 milhões de euros) e zero para as restantes. As restantes variáveis estão definidas conforme as Tabelas 3 e 6. O nível de significância de 5% é representado por \* e o nível de significância de 1% por \*\*.

---

investiria zero euros. Somente 17 gestores (17,3%) responderam que estariam dispostos a investir mais no projeto (indicando valores entre 1.000 e 2.000.000 de euros).

<sup>22</sup> Este cálculo foi efetuado perante o cruzamento de dados das respostas.

<sup>23</sup> Tal como demonstra a Tabela 8.

<sup>24</sup> Não se considerou a variável correspondente à aversão a perdas, dados os resultados anteriormente descritos.



Todos os valores das correlações são inferiores a 0,346, em valor absoluto, o que indica que no geral, as correlações entre as características observadas são relativamente fracas. Embora tenhamos correlações com nível de significância de 1%, como o relacionamento da variável otimista com a variável elevada aversão ao risco. Para um nível de significância de 5% temos a variável elevada aversão ao risco correlacionada com a variável crescimento histórico, além disso este último também está correlacionado com o otimismo, e por fim a variável licenciatura ou grau superior com o cargo anterior em finanças e otimismo.

**Tabela 7 - Correlações entre Características das Empresas e dos Indivíduos**

	<b>Elevada aversão ao risco</b>	<b>Otimista</b>	<b>Impaciente</b>	<b>Licenciatura ou grau superior</b>	<b>Masculino</b>	<b>Cargo anterior Finanças</b>	<b>Sénior</b>	<b>&gt;17 Milhões VN (€)</b>	<b>Crescimento Histórico</b>
<b>Elevada aversão ao risco</b>	1								
<b>Otimista</b>	-0,346**	1							
<b>Impaciente</b>	-0,09	0,169	1						
<b>Licenciatura ou grau superior</b>	-0,05	0,208*	-0,011	1					
<b>Masculino</b>	-0,033	-0,039	0,081	-0,09	1				
<b>Cargo anterior Finanças</b>	-0,166	0,045	-0,033	0,215*	-0,111	1			
<b>Sénior</b>	0,186	-0,058	0,044	-0,192	0,158	-0,094	1		
<b>&gt;17 Milhões VN (€)</b>	-0,116	0,116	0,18	0,081	0,125	0,046	0,083	1	
<b>Crescimento Histórico</b>	-0,239*	0,200*	0,061	0,052	0,128	-0,028	-0,122	0,144	1

Verificamos que existe uma correlação negativa, embora relativamente fraca, entre o otimismo e a elevada aversão ao risco, o que significa que o gestor otimista não evidencia elevada aversão ao risco. Observamos ainda que a correlação entre o otimismo e o crescimento histórico do volume de negócios é positiva, ou seja, as empresas com gestores otimistas tendem a ter maior crescimento. Tal como a correlação entre o otimismo e o grau de habilitações, o gestor otimista tende a ter um maior grau de habilitação.

Os resultados desta abordagem indicam ainda uma relação inversa, embora fraca, entre a aversão ao risco e o crescimento histórico do volume de negócios, isto é, empresas com gestores avessos ao risco tendem a ter menor crescimento.

O indivíduo com uma licenciatura ou grau superior tende a ter um plano de carreira na área das finanças.

Tendo em conta, que o otimismo pode ter influência em certos domínios, como vimos na abordagem anterior, em que o nível de otimismo está positivamente relacionando com o crescimento de uma empresa e com a aversão ao risco, achamos interessante fazer correlações do indivíduo inquirido otimista com as variáveis *dummys* definidas anteriormente (Tabela 6). Mas antes de apresentarmos os resultados das correlações dos indivíduos otimistas, apresentamos a Tabela 8, onde resume algumas características destes.

**Tabela 8 - Estatística Descritiva dos Indivíduos Otimistas**

	Observações	Média	Desvio Padrão
<b>Masculino (%)</b>	28	75,0	44,1
<b>Idade</b>	28	40,7	9,4
<b>Crescimento Histórico (%)</b>	28	20,2	34,0
<b>Endividamento Total (%)</b>	28	58,3	23,4
<b>Financiamento<sup>25</sup></b>	28	4,2	1,5
<b>Cargo anterior Finanças (%)</b>	28	17,9	39,0
<b>Nº de Aquisições</b>	28	0,4	0,6

<sup>25</sup>Corresponde a uma codificação utilizada na questão 28 do questionário, onde “1 – Elevada preferência por fundos internos”, “4 – É indiferente”, “7 – Elevada preferência por fundos externos”.

**Tabela 9 – Correlação do Indivíduo Otimista**

	<b>Elevada aversão ao risco</b>	<b>Impaciente</b>	<b>Licenciatura ou superior</b>	<b>Masculino</b>	<b>Cargo anterior Finanças</b>	<b>Sénior</b>	<b>&gt; 17 Milhões VN (€)</b>	<b>Crescimento Histórico</b>
<b>Elevada aversão ao risco</b>	1							
<b>Impaciente</b>	-0,338*	1						
<b>Licenciatura ou superior</b>	0,223	-0,24	1					
<b>Masculino</b>	-0,380*	0,333*	-0,16	1				
<b>Cargo anterior Finanças</b>	0,007	-0,162	0,129	-0,377*	1			
<b>Sénior</b>	-0,016	0,083	-0,298	0,207	-0,06	1		
<b>&gt; 17 Milhões VN (€)</b>	-0,338*	0,125	0,04	0	0,027	0,083	1	
<b>Crescimento Histórico</b>	-0,239	-0,099	0,272	0,139	-0,056	-0,132	0,132	1

Como já tinha sido referido, 28 inquiridos dos 98 são otimistas, isto é, 28,6%. Na tabela anterior está representada a correlação entre o gestor otimista e algumas características da empresa. Todos os valores das correlações são inferiores a 0,380, em valor absoluto, o que indica que no geral, as correlações entre as características observadas são relativamente fracas. Para um nível de significância de 5% temos a variável elevada aversão ao risco correlacionada com a variável impaciente, masculino e volume de negócios superior à mediana. A variável impaciente está correlacionada com a variável sexo masculino, enquanto esta última com o cargo anterior em finanças.

O individuo otimista e impaciente tende a ser do sexo masculino, por outro lado, o gestor otimista do sexo masculino tende a que o seu plano anterior de carreira não tenha sido em finanças.

Os resultados desta abordagem indicam ainda uma relação inversa, embora fraca, entre a aversão ao risco, impaciência e volume de negócios superior à mediana.



## 4. Conclusões

No âmbito das finanças tradicionais, o gestor tenta ser o mais racional possível, de modo a maximizar da melhor forma o valor da empresa, ponderando e escolhendo as melhores opções dada a informação disponível. Contudo, o gestor que toma decisões é humano e com isso torna-se vulnerável a emoções e comportamentos. As finanças comportamentais criticam o pressuposto da racionalidade considerando os comportamentos e emoções bem como papel que estas desempenham no contexto empresarial. Neste âmbito, vários autores investigaram as características e comportamentos dos gestores e a forma como estes influenciam a gestão.

Um dos estudos relacionados com esta temática foi o de Graham *et al.* (2013) que investigou os gestores norte-americanos, medindo as suas atitudes e ações corporativas.

Assim, o nosso estudo baseou-se na investigação elaborada por Graham *et al.* (2013), tendo como objetivo analisar as características dos gestores, particularmente, o otimismo, a aversão ao risco e a perdas e a forma como estas características influenciam a gestão da empresa, no contexto de uma amostra de PME's portuguesas obtida a partir de 500 das 1000 maiores e melhores PME's nacionais de 2012, conforme a edição de janeiro da revista *Exame* de 2013.

O nosso estudo demonstra que existem diferenças entre os gestores portugueses analisados e os gestores americanos estudados por Graham *et al.* (2013), sendo que os nossos resultados indicam que os gestores são, em média, mais jovens que os americanos e preferem remuneração na forma de salários, enquanto que os gestores americanos recebem como compensação uma percentagem de bónus e ações.

Verificamos também que os gestores manifestam preferência pelo financiamento externo, e dentro deste pela dívida, e que não recorrem, em geral, à utilização de estratégias de cobertura de risco.

Os nossos resultados mostram ainda que 28,6% são gestores otimistas contra 80,2% do estudo de Graham *et al.* (2013). Por sua vez, os gestores nacionais evidenciam elevada aversão ao risco, ao contrário do estudo de Graham *et al.* (2013) em que maioritariamente os gestores não são avessos ao risco.

Relacionando características, constatamos que o otimismo dos gestores está negativamente relacionado com a aversão ao risco e positivamente relacionado com o crescimento do volume de negócios, e ainda que as empresas com gestores avessos ao risco evidenciam menor crescimento do volume de negócios.

No que diz respeito aos gestores otimistas do estudo, os indivíduos impacientes tendem a ser do sexo masculino, por outro lado, o gestor otimista ao ser do sexo masculino tende a que o seu plano anterior de carreira não tenha sido em finanças. Na mesma abordagem verificamos uma relação inversa entre a aversão ao risco, impaciência e volume de negócios superior à mediana.

Estes resultados, nomeadamente comparando com o estudo de Graham *et al.* (2013) podem dever-se a diferenças culturais entre países, ou até à situação económico-financeira vivida em Portugal, à dimensão das empresas estudadas e consequentemente dos procedimentos de gestão.

Estamos conscientes que o nosso estudo contribui para o conhecimento das características, atitudes e preferências dos gestores, mas que também apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, a dimensão da amostra é reduzida em comparação com outros estudos, como se referiu anteriormente. Além disso, a percentagem de respostas ao questionário também não foi a mais satisfatória, o que provavelmente resultou do facto da mentalidade empresarial nacional não estar vocacionada para colaborar em investigações desta natureza.

Consideramos que este tema constitui um promissor campo de pesquisa futura pelo facto de ser um tema importante, atual e, ainda, por não existirem muitos estudos em Portugal nesta área. Replicar o estudo em empresas cotadas poderá ser um desafio difícil, mas importante, contribuindo para uma melhor compreensão do processo de tomada de decisão. Poderão ainda ser efetuados novos estudos alargando a amostra à Península Ibérica, o que representaria uma forma interessante de comparar dois países, nomeadamente considerando aspetos culturais.



## Referências Bibliográficas

- Agarwal, S., Driscoll, J., Gabaix, X., e Laibson, D. (2008). *The Age of Reason: Financial Decisions over the Lifecycle*. Paper presented at the American Law & Economics Association Annual Meetings.
- Anderson, C., e Galinsky, A. (2006). Power, Optimism, and Risk-taking. *European Journal of Social Psychology*, 36(4), 511-536. doi: 10.1002/ejsp.324
- Araujo, D., e Silva, C. (2007). Aversão à Perda nas Decisões de Risco. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 1(3), 45-62.
- Archbold, S., e Vieira, E. (2010). Corporate Dividend Policies in Bank-based and Market-based Systems: Survey evidence from UK and Portugal. *Portuguese Journal of Management Studies*, 15(1), 35-63.
- Baker, M., Ruback, R., e Wurgler, J. (2006). *Behavioral Corporate Finance: A survey*. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, edited by B. Espen Eckbo. Elsevier/North Holland, Chapter 4.
- Barber, B., e Odean, T. (2001). Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Barros, L., e Silveira, A. (2008). Excesso de Confiança, Otimismo Gerencial e os Determinantes da Estrutura de Capital. *Revista Brasileira de Finanças*, 6(3), 293-335.
- Barsky, R., Juster, F., Kimball, M., e Shapiro, M. (1997). Preference Parameters and Behavioral Heterogeneity: An Experimental Approach in the Health and Retirement Study. *Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 537-579.
- Benoit, J., e Dubra, J. (2009). Overconfidence? Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1088746](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088746).
- Benzinho, J. (2004). The Dividend Policy of the Portuguese Corporations: Evidence from Euronext Lisbon. *MPRA*. Retrieved from [http://mpra.ub.uni-muenchen.de/1137/1/MPRA\\_paper\\_1137.pdf](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/1137/1/MPRA_paper_1137.pdf).
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., e Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483-527.
- Chang, S. (2003). *Contributions of Patient Characteristics and Organizational Factors to Patient Outcomes of Diabetes Care in Hualien, Taiwan*. Doctoral of Philosophy, University of Texas at Austin. Retrieved from <http://repositories.lib.utexas.edu/bitstream/handle/2152/490/chang036.pdf>.

- Chazi, A., Boubakri, N., e Zanella, F. (2011). Corporate Dividend Policy in Practice: Evidence from an Emerging Market with a Tax-free Environment. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(2), 245-259. doi: 10.1016/j.pacfin.2010.11.001
- Exame. (2013). 1000 PME Exame. Exame, 70-96.
- Frank, J. D. (1935). Some Psychological Determinants of the Level of Aspiration. *The American Journal of Psychology*, 47(2), 285-293.
- Frank, M. Z., e Goyal, V. (2007). Corporate Leverage: How Much Do Managers Really Matter? *Hong Kong University of Science and Technology and University of Minnesota*.
- Graham, J., e Harvey, C. (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), 187-243. doi: 10.1016/S0304-405X(01)00044-7
- Graham, J., Harvey, C., e Puri, M. (2013). Managerial Attitudes and Corporate Actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121. doi: 10.1016/j.jfineco.2013.01.010
- Greenwald, A. (1980). The Totalitarian Ego. *American Psychologist*, 35(7), 603-618.
- Hackbarth, D. (2008). Managerial Traits and Capital Structure Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(4), 843-882.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 31(2), 33-45.
- Hofstede, G. (2001). Culture's Consequences: Comparing Values Behaviors, Institutions and Organizations Across Nations. Retrieved from <http://geert-hofstede.com/countries.html>
- Hribar, P., e Yang, H. (2007). Does CEO Overconfidence Affect Management Forecasting and Subsequent Earnings Management? Retrieved from <http://tippie.uiowa.edu/accounting/mcgladrey/pdf/hribar.pdf>.
- Huang, J., e Kisgen, D. (2012). Gender and Corporate Finance: Are Male Executives Overconfident Relative to Female Executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822-839. doi: 10.1016/j.jfineco.2012.12.005
- INE, I. P. (2014). Empresas em Portugal 2012, 61.
- Kahneman, D., e Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kimura, H., Basso, L., e Krauter, E. (2006). Paradoxos em Finanças: Teoria Moderna versus Finanças Comportamentais. *Revista de Administração de Empresas*, 46(1), 41-58.

- Leite, S. (2011). *Sinalização dos Dividendos: Evidência Empírica na Europa*. Tese de Mestrado, Universidade de Aveiro. Retrieved from <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/7363/1/246995.pdf>.
- Lisboa, J., e Augusto, M. (2003). Dimensão e Rendibilidade: O Caso das Empresas da Indústria Transformadora Portuguesa. *Estudos de Gestão - Portuguese Journal of Management Studies*, VIII(2), 131-143.
- Malmendier, U., e Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700. doi: 10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x
- Miller, D., e Ross, M. (1975). Self-Serving Biases in the Attribution of Causality: Fact or Fiction? *Psychological Bulletin*, 82(2), 213-225.
- Mishra, C., e McConaughy, D. (1999). Founding Family Control and Capital Structure: the Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 53-64.
- Nelson, D., e Quick, J. (2007). *Understanding Organizational Behavior* (3.<sup>a</sup> ed.): ICC Macmillan Inc.
- Odean, T. (1999). *Do Investors Trade too Much?* *American Economic Review*, 89(5), 1279-1298.
- Ramirez, J., Bedacht, F., e Quesada, F. (2007). Fusões e Aquisições: a Importância do Elemento Humano, from [http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/S%C3%A3o\\_Paulo/Fus%C3%B5es%20e%20Aquisi%C3%A7%C3%B5es%20-%20a%20importancia%20do%20elemento%20humano.pdf](http://www.bain.com/bainweb/images/cms/localOffice/S%C3%A3o_Paulo/Fus%C3%B5es%20e%20Aquisi%C3%A7%C3%B5es%20-%20a%20importancia%20do%20elemento%20humano.pdf).
- Russo, J., e Shoemaker, P. (1992). Managing Overconfidence. *Sloan Management Review*, 33(2), 7-17.
- Scheier, M., Carver, C., e Bridges, M. (1994). Distinguishing Optimism from Neuroticism (and trait anxiety, self-mastery, and self-esteem): A Re-evaluation of the Life Orientation Test. *Journal of Personality and Social Psychology*, 67, 1063-1078.
- Shefrin, H. (2001). Behavioral Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 113-126. doi: 10.1111/j.1745-6622.2001.tb00443.x
- Shefrin, H. (2005). *A Behavioral Approach to Asset Pricing* (2.<sup>a</sup> ed.): Academic Press Advanced Finance Series.
- Silva, J. (2010). *O Comportamento do Investidor Documentado pelas Finanças Comportamentais*. Tese de Mestrado, Universidade de Aveiro.

- Silva, W., Corso, J., Silva, S., e Oliveira, E. (2008). Finanças Comportamentais: Análise do Perfil Comportamental do Investidor e do Propenso Investidor. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa (RECADM)*, 7(2), 1-14.
- Simon, H. (1976). *Administrative Behavior* (3ª ed.). New York: The Free Press.
- Smith, A. (2006). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*: Echo Library.
- Smith, V. L. (1962). An Experimental Study of Competitive Market Behavior. *Journal of Political Economy*, 70(2), 111-137.
- Strutton, D., e Lumpkin, J. (1992). Relationship Between Optimism and Coping Strategies In The Work Environment. *Psychological Reports*, 71(3 Pt 2), 1179-1186. doi: 10.2466/pr0.1992.71.3f.1179
- Taylor, S., e Brown, J. (1988). Illusion and Well-being: A Social Psychological Perspective on Mental Health. *Psychological Bulletin*, 103 (2), 193-210.
- Thaler, R., e Barberis, N. (2003). *A Survey of Behavioral Finance* (Vol. 1). New York.
- Thaler, R., e Sunstein, C. (2009). *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth and Happiness*. New York: Penguin Books.
- Tversky, A., e Kahneman, D. (1975). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. In D. Wendt & C. Vlek (Eds.), *Utility, Probability, and Human Decision Making* (Vol. 11): Springer Netherlands.
- Vagenas-Nanos, E. (2010). *The Impact of Managerial Overconfidence and Investor Sentiment on Bidders' Abnormal Returns*. Tese de Doutorado, Durham University, Reino Unido. Retrieved from <http://etheses.dur.ac.uk/516/>.
- Viana, R. (2007). Finanças Comportamentais Retrieved 4 de Julho de 2013, from <http://financascomportamentais.blogspot.pt/2007/08/vis-do-otimismo.html>.
- Weinstein, N. (1980). Unrealistic Optimism About Future Life Events. *Journal of Personality and Social Psychology*, 39(5), 806-820.
- Yoshinaga, C., Oliveira, R., Silveira, A., e Barros, L. (2008). Finanças Comportamentais: Uma Introdução. *Revista de São Paulo USP*, 15(3), 25-35.

## **ANEXOS**



## ANEXO I - Questionário

### Questionário aos Gestores

As respostas ao presente questionário destinam-se unicamente a fins de investigação académica, sendo totalmente anónimas.  
Tem a duração estimada de 15 minutos.

\*Obrigatório

#### I. Demografia

**1. Cargo: \***

(p.e. sócio, gestor, sócio-gerente, gerente, diretor financeiro)

**2. Exerce este cargo há quanto tempo? \***

(p.e. 1 ano, 10 anos)

**3. Há quanto tempo trabalha nesta empresa? \***

(p.e. 1 ano, 10 anos)

**4. Género: \***

- ☐ Masculino  
☐ Feminino

**5. Nacionalidade: \***

**6. Habilitações académicas: \***

- ☐ Ensino básico  
☐ Ensino Secundário  
☐ Licenciatura  
☐ Mestrado  
☐ Doutoramento  
☐ Outra:

**7. Estado civil: \***

- ☐ Casado  
☐ Viúvo  
☐ Divorciado  
☐ Solteiro  
☐ União de facto

**8. Número de filhos: \***

( 0,1,2)

**9. Antes de assumir o cargo atual, ao longo da sua carreira teve experiência nas áreas de: \***

- ☐ Produção  
☐ Comercial  
☐ Finanças  
☐ Administração  
☐ Não aplicável ( caso exerça o cargo desde que trabalha)  
☐ Outra:

**10. Quantos segmentos/ramos de negócio existem na empresa? \***

## II. Atitudes de vida

As frases que se seguem são genéricas e têm objetivos específicos. Por favor, responda de acordo com os seus sentimentos e opiniões, e não como pensa que a maioria das pessoas responderia.

11 \*

	Concordo muito	Concordo pouco	Nem concordo nem discordo	Discordo pouco	Discordo muito
a) Em alturas de incerteza, costumo esperar o melhor.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
b) É fácil para mim descontrair	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
c) Se algo de errado me acontecer, acontece.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
d) Sou sempre otimista em relação ao meu futuro.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
e) Divirto-me muito com os meus amigos.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
f) É importante para mim estar ocupado.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
g) Dificilmente espero que as coisas corram à minha maneira.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
h) Não fico perturbado com muita facilidade.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
i) Raramente conto que me aconteçam coisas boas.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
j) No geral, espero que me aconteçam mais coisas boas do que más.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

**12.a) Suponha que é a única fonte de rendimento da sua família. O médico recomenda que mude de emprego devido a alergias. Tem que escolher entre dois empregos possíveis. \***

(escolha uma das seguintes alternativas)

- ☐ 1. Um emprego em que tem 100% de hipótese de obter o seu rendimento atual para o resto da vida
- ☐ 2. Um emprego em que tem 50% de hipótese de obter duas vezes o seu rendimento atual para o resto da vida e 50% de hipótese de obter 2/3 do seu rendimento atual para o resto da vida

**Se responder a 1, responda a 12.B), se responder 2, responda a 12 c)**

**12.b). Que escolha faria se as opções fossem antes as seguintes: \***

- ☐ 1. Um emprego em que tem 100% de hipótese de obter o seu rendimento atual para o resto da vida
- ☐ 2. Um emprego em que tem 50% de hipótese de obter duas vezes o seu rendimento atual para o resto da vida e 50% de hipótese de obter 4/5 do seu rendimento atual para o resto da vida

**12.c). Que escolha faria se as opções fossem antes as seguintes: \***

- ☐ 1. Um emprego em que tem 100% de hipótese de obter o seu rendimento atual para o resto da vida
- ☐ 2. Um emprego em que tem 50% de hipótese de obter duas vezes o seu rendimento atual para o resto da vida e 50% de hipótese de obter 1/2 do seu rendimento atual para o resto da vida



**13. Prefere ganhar 10.000€ agora, ou ganhar 13.000€ daqui a um ano? \***

- ☐ 10.000€ agora  
☐ 13.000€ daqui a um ano  
☐ É indiferente

**14. Prefere perder 10.000€ agora, ou perder 13.000€ daqui a um ano? \***

- ☐ 10.000€ agora  
☐ 13.000€ daqui a um ano  
☐ É indiferente

**15. Idade \***

### III. Relativamente à empresa

**16. Qual o Volume de Negócios da empresa, aproximadamente? \***

(em euros)

**17. A taxa média de crescimento do Volume de Negócios ao longo dos últimos três anos foi de: \***

(percentagem)

**18. A taxa média de crescimento do Volume de Negócios esperada para os próximos três anos é: \***

(percentagem)

19. Indique numa escala de 1 a 7 qual o grau em que no seio da sua equipa de trabalho partilha as decisões empresariais nos domínios abaixo indicados.

Tenha em consideração os seguintes valores de referência:

1 – indica que "tomo a decisão sem apoio de outros";

4 – indica que a "decisão é tomada conjuntamente e equitativamente com outros"

7 – indica que "outros tomam a decisão"

**a) Endividamento \***

**b) Distribuição de resultados \***

**c) Investimentos \***

**d) Fusões e aquisições \***

**20. É mais agressivo (ativo) nos seus investimentos pessoais ou empresariais? \***

(Responda, tendo em consideração a escala)

- ☐ 1 - Pessoal  
☐ 2  
☐ 3  
☐ 4 - Igualmente em ambos  
☐ 5  
☐ 6  
☐ 7 - Empresarial

#### IV. Informação da empresa

21. O valor Total do Ativo da empresa é na ordem dos: \*

(em euros)

22. O valor do Passivo é aproximadamente: \*

(em euros)

23. Setor: \*

(escolha onde se insere a sua indústria)

- ☐ Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca
- ☐ Indústrias extrativas
- ☐ Indústrias transformadoras
- ☐ Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio
- ☐ Construção
- ☐ Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos
- ☐ Transportes e armazenagem
- ☐ Alojamento; restauração e similares
- ☐ Atividades de informação e de comunicação
- ☐ Atividades imobiliárias
- ☐ Atividades de consultadoria, científicas, técnicas e similares
- ☐ Educação
- ☐ Atividades de saúde humana e apoio social
- ☐ Outras atividades e serviços

24. Qual é aproximadamente o valor do rácio de estrutura do endividamento ( Passivo Corrente/ Total Passivo)? \*

\*

(em percentagem)

25. Em média, ao longo dos últimos anos, qual a percentagem (aproximada) dos resultados da empresa utilizados, para: \*

a) Distribuição de dividendos:

\*

b) Recompra de ações:

\*

c) Reservas:

26. Quantas aquisições/participações de empresas fez nos últimos dois anos? \*

(0,1,2,3,etc)

27. É mais provável contrair dívida de médio e longo prazo, quando as taxas de juro estão particularmente mais baixas. \*

Discordo totalmente	Discordo	Não discordo nem concordo	Concordo	Concordo totalmente
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

28. Indique o grau de preferência da sua empresa entre o financiamento de investimentos com recursos internos ou externos: \*

(Responda, tendo em consideração a escala)

- ☐ 1- Elevada preferência por fundos internos
- ☐ 2
- ☐ 3
- ☐ 4 - É indiferente
- ☐ 5
- ☐ 6
- ☐ 7 - Elevada preferência por fundos externos

29. Assumindo que necessita de recorrer a fundos externos, prefere contrair dívida ou aumentar o capital? \*

- ☐ 1- Elevada preferência por dívida
- ☐ 2
- ☐ 3
- ☐ 4 - É indiferente
- ☐ 5
- ☐ 6
- ☐ 7 - Elevada preferência em aumentar o capital

30. Na sua empresa são utilizadas estratégias de cobertura de risco? \*

Não utiliza ativamente estratégias de cobertura	Sim, utiliza poucas estratégias de cobertura	Sim, utiliza moderadamente estratégias de cobertura	Sim, utiliza agressivamente estratégias de cobertura
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

31. No último ano, a empresa investiu 5 milhões de euros num projeto que era esperado gerar cash-flows de 10 milhões de euros, após um ano. Passou um ano e o projeto não gerou quaisquer fluxos. Presentemente tem a oportunidade de investir um montante adicional neste mesmo projeto. Há 20% de hipótese de o projeto vir a gerar um fluxo de 10 milhões de euros no período de um ano, e nada depois disso. Existe 80% de hipótese de que o investimento adicional não gere nenhum fluxo. Quanto estaria disposto a investir hoje? \*

(em milhares de euros)

## V. Escolhas de Investimento

32. Se tiver uma participação no capital da empresa indique a percentagem de ações (ou quotas) que possui: (percentagem)

33. Em média, qual a meta percentual aproximada para a sua remuneração total na forma de: \*

a) Ações e/ou opções sobre ações

★

b) Bónus

★

c) Salário

d) Outro (Qual?)

(percentagem)

34.a). Hipoteticamente, suponha que gere uma empresa. Tem que decidir os novos investimentos para a empresa. Neste campo, escolha entre as seguintes duas opções de investimento, sendo que ambas estão na mesma área de negócio: \*

Se responder a 1, responda a 34.B), se responder 2, responda a 34 c)

(suponha que o X são os cash-flows, atualmente gerados pela empresa)

- ☐ 1. Investimento em que existe 100% de hipótese de que o cash-flow futuro seja de X €
- ☐ 2. Investimento em que existe 50% de hipótese de que o cash-flow futuro seja de 2X € e 50% de hipóteses de que o cash-flow futuro seja 2/3X €

**34.b) Que escolha faria se as opções fossem antes as seguintes: \***

- ☐ 1. Investimento em que existe 100% de hipótese de que o cash-flow futuro seja de X €
- ☐ 2. Investimento em que existe 50% de hipótese de que o cash-flow futuro seja de 2X € e 50% de hipóteses de que o cash-flow futuro seja 4/5X €

**34.c) Que escolha faria se as opções fossem antes as seguintes: \***

- ☐ 1. Investimento em que existe 100% de hipótese de que o cash-flow futuro seja de X €
- ☐ 2. Investimento em que existe 50% de hipótese de que o cash-flow futuro seja de 2X € e 50% de hipóteses de que o cash-flow futuro seja 1/2X €

**Muito obrigado pela sua atenção e disponibilidade**

Cláudio Marques Nunes Gomes

Aluno de mestrado ramo auditoria

Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro

**ANEXO II – Comparação de percentagens de respostas de vários estudos**

<b>Autores</b>	<b>Questionários enviados</b>	<b>Respostas recebidas</b>	<b>% de respostas</b>
<b>Graham e Harvey (2001)</b>	4.440	392	9,0%
<b>Benzinho (2004)</b>	83	37	44,6%
<b>Brav, Graham e Harvey (2005)</b>	2.400	384	16,0%
<b>Chazi, Boubakri e Zanella (2011)</b>	104	36	34,6%
<b>Graham <i>et al.</i> (2013)</b>	10.700	1.180	11%
<b>Archbold and Vieira (2010)</b>	UK: 313	103	32,9%
	PT: 48	29	60,4%

Quadro 1 – Comparação de percentagens de respostas de vários estudos